

Financieel bericht

Internationale conjunctuur

Midden-Oosten beheerst financiële markten

De ontwikkelingen in het Midden-Oosten zijn van grote invloed op de macro-economische vooruitzichten. De onzekerheid hierover leidt op haar beurt tot forse fluctuaties op de financiële markten. Verderop gaan wij nader in op de consequenties van de spanningen in het Midden-Oosten voor de belegger.

Hoewel het reguliere economische nieuws in het niet valt bij dat uit de Golf, was de teruggang in het Amerikaanse handelstekort een opvallend gegeven. Het tekort daalde in juni tot \$ 5,1 miljard, het laagste tekort sinds zeven jaar. De daling was te danken aan een groei van de export met 5%, terwijl de import met 3% terugliep. Dit laatste was mede te danken aan een daling van de olie-import met 15% door zowel een lager volume als de toen nog lagere prijzen. Over het eerste half jaar is het tekort uitgekomen op \$ 46 miljard tegen \$ 54 miljard in de eerste helft van vorig jaar.

Het Japanse handelsoverschot is in juli weer iets lager uitgekomen na de stijging in juni. Het overschot bedroeg \$ 5,4 miljard tegenover \$ 6 miljard in juli 1989. De angst dat het Japanse handelsbalansoverschot ten gevolge van de koersdaling van de Japanse yen weer zou gaan toenemen is hiermee nog niet bewaarheid.

De Nederlandse handelsbalans is in mei in de rode cijfers beland. Vorig jaar was reeds sprake van een verkleining van het overschot, maar de 2% lagere export en 9% hogere invoer in mei leidden tot een tekort van f 0,9 miljard op de handelsbalans. Voor de eerste vijf maanden resteert overigens nog een overschot van f 2,2 miljard.

Inflatiezorgen in de VS

Tegenover de meevallende handelscijfers stonden in de VS tegenvallende inflatiecijfers. De consumptieprijzen stegen in juli met 0,4%, waar de markt op 0,3% had gerekend. Gecorrigeerd voor olie- en voedselprijzen was de stijging nog fors, namelijk 0,6%. Vooral met de inmiddels weer oplopende olieprijs geeft dit aan dat, ondanks de zich steeds duidelijker aftekenende groeivertraging, de inflatie in de VS nog lang niet onder controle is. In het VK stabiliseerde de inflatie zich in juli op 9,8% en werd de verwachte overschrijding van de 10% nog even uitgesteld. De loonstijging bedroeg eind juni inmiddels wel 10% op jaarbasis. De oproep van de regering om, in het belang van de inflatiebestrijding, de loonkosten te drukken werpt geen resultaten af, ook al stijgt de werkloosheid al weer vier maanden, tot 5,7% in juli. Industriële organisaties vrezen dat het VK spoedig in de negatieve groeicijfers zal belanden. Zij signaleren dat de combinatie van een hoge rente, een stijgende inflatie en een lage productiviteitsgroei de economie op de rand van een recessie heeft gebracht. De export geeft geen soelaas, daar deze wordt gehinderd door de weer sterk gestegen koers van het pond sinds begin dit jaar. Mogelijk dat met de gestegen olieprijs de Britse olie-industrie, die 4% van het BNP voor haar rekening neemt, voor enige compensatie kan zorgen. Voorlopig zijn het echter vooral stakingen die deze sector in het nieuws brengen.

Bij ons handhaaft de inflatie zich op een relatief laag niveau. De stijging van de consumentenprijzen bedroeg in juli 0,3%. Ten opzichte van een jaar geleden liggen de prijzen nu 2,3% hoger. Daarmee is de inflatie nu gelijk met die in West-Duitsland, die als gevolg van de monetaire eenwording naar verwachting juist in de tweede helft van dit jaar zal toenemen. De binnenlandse vraag vertoonde in West-Duitsland in het tweede kwartaal van dit jaar een forse groei van 3,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De exportvraag nam daarentegen licht af. Dit heeft ertoe bijgedragen dat het handelsoverschot over het eerste halfjaar is teruggelopen van DM 70 miljard vorig jaar tot DM 65 miljard dit jaar. In Oost-Duitsland blijkt niet alleen uit de spanningen binnen de regering maar ook uit de cijfers dat het economisch slecht gaat. In het tweede kwartaal daalde de industriële productie 9,5% tegen een daling van 4,5% in het eerste kwartaal.

Valuta's en rente

Dollar zwak

De koersdaling voor Amerikaanse dollar is ten gevolge van de golfcrisis in een versnelling gekomen. In plaats dat de dollar werd gekocht als vluchthaven in onzekere tijden bereikte deze ten opzichte van de Duitse mark een nieuw dieptepunt. Ook het onverwacht lage handelstekort van juni kon de dollar geen steun geven, temeer daar dit nog eens duidt op een trage groei. Veel beleggers zien blijkbaar weinig heil meer in de dollar nu de groei van de Amerikaanse economie zo duidelijk achterblijft bij die in Japan of continentaal Europa. Daarbij vraagt men zich af of de hogere olieprijs de Amerikaanse economie nu niet in een recessie zal doen belanden. Omdat men, met onder andere de problemen van de spaarbanken, een recessie nu volstrekt niet kan gebruiken zou de Fed gedwongen kunnen worden de rente te verlagen. Voor de beleggers een weinig aantrekkelijk beeld. Dit geldt te meer nu bij voorbeeld Duitse staatsleningen voor het eerst sedert jaren een hoger rendement afwerpen dan Amerikaanse Treasury bonds, terwijl de korte rente in Japan eveneens hoger is dan die in de VS. Een gevolg hiervan is dat de Japanse beleggers van de laatste veiling van Amerikaans schatkistpapier nog maar 15% voor hun rekening hebben genomen, tegenover 25 tot 40% in het recente verleden.

Rente scherp omhoog

Toonden de obligatiemarkten in juli nog overwegend een vriendelijk beeld, in augustus vond een scherpe rentestijging plaats. Daarbij stond de markt volledig in het teken van de onverwachte ontwikkelingen in het Midden-Oosten en de vrees voor een escalatie. Niet alleen de onzekerheid, maar ook de effecten op de inflatie van een naar \$ 28 per barrel oplopende olieprijs hielden de markten bezig. Daar-

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

Valutakoersen

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 30/7	Koers per 20/8
Amerikaanse dollar	1,94	1,75	1,82	1,75
Engelse pond	3,37	3,06	3,35	3,37
Duitse mark (100)	112,95	112,41	112,74	112,67
Zwitserse frank (100)	136,05	122,90	133,17	136,05
Japane yen (10.000)	133,35	117,49	122,50	119,93

bij overheersten in Duitsland de berichten over de tegenvallende kosten van de monetaire unie. Wereldwijd liep hierdoor de rente sterk op, met in veel landen een stijging van tegen een half procent. In de VS verliep de veiling van nieuw schatkistpapier uiterst moeizaam. Om het gewenste bedrag van \$ 10 miljard voor tienjarig papier binnen te halen moesten inschrijvingen tot een rendement van 8,84% worden gehonoreerd, 7 basispunten hoger dan het gemiddelde rendement van 8,77%. Hieraan afgemeten werd van de slechtste veiling in 10 jaar gesproken. Gelukkig toonden de beleggers op de volgende veiling voor dertigjarige treasuries meer interesse, hoewel de Japaners het hier lieten afweten. In Japan steeg de rente met circa 3/4% tot rond de 8%. In West-Duitsland en bij ons viel de rentestijging hierbij vergeleken nog mee met 0,3% tot 0,4%. Dat de stijging bij ons iets achterbleef bij die bij onze Oosterburen blijkt uit het rente-ecart dat is teruggelopen tot nog geen 10 basispunten. Bij ons schommelen de rendementen voor de langstlopende staatsleningen nu rond de 9%.

Internationale beurzen

Scherpe terugval

De trend op vrijwel alle beurzen was de laatste weken scherp omlaag. Op veel dagen duikelden de koersen en de indices met procenten tegelijk omlaag. Vooral de beurs van Tokio, waar men zich met de volledige afhankelijkheid van geïmporteerde olie kwetsbaar voelt voor de ontwikkelingen in de Golf, moest een harde klap incasseren. Nadat de Nikkei index het jaar was begonnen op 39.000 is inmiddels een niveau van beneden de 26.500 bereikt. De dagelijkse koersverschillen zijn fors en temidden van de koersdalingen vond op woensdag 15 augustus bij voorbeeld een herstel met 5,4% plaats. Hoewel de fluctuaties fors zijn en de koersen scherp op en neer gaan met het nieuws uit de Golf lijkt gezien de omzetten van paniekverkopen overigens geen sprake. In het algemeen wordt geadviseerd om de sectoren die gevoelig zijn voor olieprijsstijgingen voorlopig te mijden. In de eerste plaats wordt gewezen op de petrochemie, direct gevolgd voor energie-intensieve sectoren als papier, staal, glas en ceramiek.

De Britse beurs hield zich, ondanks de magere berichten over de economie, met een daling van rond de 10% relatief goed. Dit was vooral te danken aan de oliesector, die op de beurs van Londen goed is ontwikkeld. Naast giganten zoals de Royal Dutch/Shell Group en BP telt de beurs van Londen nog een aantal oliemaatschappijen. De oliewaarden vormden een van de weinige uitzonderingen op de neergaande koerstrend. Vooral de olieproductie- en exploitatiemaatschappijen profiteren van een hogere olieprijs, daar deze direct doorwerkt in de winst, ondanks de in het algemeen zeer hoge belastingtarieven op oliewinsten.

De halfjaarberichten van de Royal Dutch/Shell Group en van BP werden met extra aandacht bestudeerd. De tweede

kwartaalcijfers waren gebaseerd op een gemiddelde ruwe olieprijs van \$ 16 per vat. Daar BP gevoeliger is voor het niveau van de olieprijs dan Shell, moest BP genoeg nemen met slechts £ 53 miljoen winst. Kon. Olie verdiende ruim £ 563 miljoen, maar ook hier speelde de lagere olieprijs in het tweede kwartaal de onderneming parten. Overigens verwacht Shell zelf, bij monde van topman Holmes, dat de olieprijs weer terugvalt richting \$ 20 zodra de eerste signalen van een oplossing van de golfcrisis zich aftekenen. Topman Horton van BP ziet een olieprijs die boven het niveau van \$ 22 tot \$ 24 per vat zal liggen. Voor BP een plezierige zaak, daar iedere dollar stijging van de olieprijs op jaarbasis \$ 200 miljoen meer winst oplevert.

Wall Street toonde zich aanvankelijk, net als de Britse beurs ondanks het magere economische nieuws, minder gevoelig dan de Japanse en de meeste Europese beurzen. Nadat bleek dat koning Hoessein bij zijn bezoek aan Bush niet de veronderstelde brief van Saddam Hoessein bij zich had, moest ook Wall Street alsnog ruim 100 punten in twee dagen prijsgeven. Daarmee belandde de Dow Jones beneden de 2650, ruim 10% onder het niveau van 30.000 dat medio juli zo dicht werd benaderd. Veel beleggers richtten hun ogen weer op het goud, nu aandelen even meer risico's met zich meebrengen. Hierdoor kon de prijs van het goud oplopen van \$ 370 tot \$ 415 per ounce. Deze stijging valt echter in het niet bij de prijsstijging tot boven de \$ 800 ten tijde van de Iran-crisis.

De Amsterdamse beurs

Slechte cijfers uit transportsector

De onrust in het Midden-Oosten heeft ook de Amsterdamse beurs niet onberoerd gelaten. Het veruit grootste fonds van de beurs, Kon. Olie, hield zich uitstekend, maar verder gingen de koersen over een breed front omlaag. Daarbij zorgde een aantal zwakke tussentijdse winstberichten uit het bedrijfsleven voor een versterking van de koersdalingen.

De winstval bij KLM kwam hard aan. In het eerste kwartaal van het per 1 april begonnen boekjaar was het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening met f 27,8 miljoen 74% lager dan in de vergelijkbare periode van het voorgaande jaar. De valuta's speelden KLM parten, maar meer in het algemeen moeten onder de druk van de moordende concurrentie de kosten omlaag. Wanneer echter wordt bedacht dat in augustus de kerosineprijs is gestegen van ca. 160 tot circa 260 dollar per ton, dan zal het duidelijk zijn dat het volgende probleem voor KLM zich alweer aankondigt. Transportcollega Nedlloyd, dat 23 augustus met halfjaarcijfers is gekomen, stelde een aanmerkelijk lagere jaarwinst in het vooruitzicht, hetgeen resulteerde in 12% koersdaling op een dag, nadat de koers in de voorgaande maanden al scherp was teruggevallen.

Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 30/7	Koers per 17/8
VS (Dow Jones)	3000	2543	2917	2681
Engeland (FT-100)	2464	2103	2317	2177
Duitsland (Dax)	1969	1666	1912	1666
Nederland (CBS-koersindex)	206	184	198	185
Japan (Nikkei)	38.713	26.176	30.443	26.787
Australië (All Ord)	1714	1435	1565	1543

Voor de cijfers van Hoogovens bestond grote vrees, hetgeen voorafgaand aan de publikatie van de cijfers tot uiting kwam in een forse koersdaling. De f 155 miljoen winst over het eerste halfjaar gevoegd bij de uitgesproken verwachting van een gelijk resultaat in het tweede halfjaar was echter voldoende voor de beurs. Dit betekent weliswaar een 25% lagere winst, maar per aandeel zou dit uitkomen op een winst in de buurt van de f 14, waarbij de tot f 56 teruggevallen koers wel heel schril afstak.

Philips wist in het tweede kwartaal slechts f 37 miljoen te verdienen of f 0,13 per aandeel, tegen f 0,76 in de vergelijkbare periode van vorig jaar. De omzet handhaafde zich op f 13,5 miljard. Bij de consumentenprodukten gaat het goed, bij de divisies Componenten en Professionele Produkten en Systemen namen de verliezen echter toe, terwijl ook de financieringslasten stegen.

De koers van Unilever reageerde slechts beperkt op de in gulden gemeten enigszins stagnerende winstontwikkeling als gevolg van de achterblijvende winst in de VS en Japan alsmede valutaire tegenwind. In dollars of ponden was sprake van een winstgroei van respectievelijk 16% en 18%. Per saldo resteerde over het tweede kwartaal een 4% hogere netto-winst van f 1,7 miljard. Per aandeel kwam de winst uit op f 6,09. Vorig jaar was overigens nog sprake van bijzondere baten op de verkoop van onroerend goed in Zweden die het resultaat opschroefden. Ook de gestegen rentelasten als gevolg van de vele acquisities drukten het resultaat.

Niet alleen nadeel van hogere olieprijs

Een van de weinige ondernemingen die kunnen profiteren van een stijgende olieprijs is Kon. Olie. Vooral in de 'upstream'-activiteiten komt dit tot uitdrukking. Gewoonlijk vergt het aanpassen van de verkoopprijzen voor de eindprodukten enige tijd, hetgeen dan tijdelijke magedruk oplevert in de sector raffinage en verkoop. De indruk bestaat echter dat de verkoopprijzen momenteel vrij snel kunnen worden doorberekend, waardoor Kon. Olie eerder kan profiteren van een prijsstijging. De koers van Kon. Olie geeft in ieder geval nauwelijks een krimp in het huidige beursklimaat. Ook voor de tankopslagbedrijven is de onrust aan het oliefront niet ongunstig. Bij VOC zal een deel van het voordeel echter teniet worden gedaan door het nadeel van de stijgende brandstofkosten bij de transportsector. De koers van VOC die eerder dit jaar nog tot f 47 was gestegen viel circa f 10 terug. Pakhoed zou echter ten volle moeten kunnen profiteren. De koers van Pakhoed handhaafde zich royaal boven het niveau van f 200.

Gevolgen van de Golfcrisis voor de belegger

De ontwikkelingen in het Midden-Oosten hebben scherpe bewegingen op de financiële markten teweeggebracht. Niet alleen de toegenomen spanning, maar ook de richting \$ 30 per vat schietende olieprijs riepen twijfels op bij beleggers wat betreft de effecten op economische groei en inflatie. De sporen die een en ander naliet op de financiële markten zijn duidelijk. De dollar bleek nu geen vluchthaven voor onzekere tijden, maar zakte versneld naar nieuwe dieptepunten. Op de obligatiemarkten deed zich wereldwijd een scherpe rentestijging voor en de aandelenbeurzen verloren in de regel meer dan 10%. Daarbij lijkt het einde nog niet in zicht. De grote vraag is in hoeverre deze fluctuaties in overeenstemming zijn met de te verwachten effecten op de westerse economieën.

Grote voorraden en ongebruikte productiecapaciteit

Voordat in kan worden gegaan op de vraag wat de effecten van de crisis in de Golf zijn op de westerse economieën dient een beeld gevormd te zijn waar de crisis

in eindigt. Dat de crisis spoedig opgelost kan worden, doordat Irak zich uit Koeweit terugtrekt danwel dat de VS deze eis laten varen, lijkt uiterst onwaarschijnlijk. Hoewel de kans op een militaire escalatie nog steeds levensgroot aanwezig is, lijkt het echter evenmin waarschijnlijk dat een militair treffen een zodanige omvang aanneemt dat de olie-export van de hele regio in gevaar komt. Met de gerealiseerde concentratie van mankracht en materieel moet het immers voor beide partijen duidelijk zijn dat een dergelijke strijd geen winnaar zal opleveren. Veeleer lijkt de huidige situatie uit te monden in een langdurig conflict dat vooral op economisch en politiek terrein uitgevochten zal worden.

Een belangrijk direct effect van een langdurig conflict is wel het voor geruime tijd wegvallen van de olie-export van twee belangrijke producenten: Koeweit en Irak. Gezamenlijk produceerden deze landen 4,5 miljoen vaten olie per dag, waarvan 3,8 miljoen vaten werden geëxporteerd. Dit kan leiden tot een tijdelijke schaarste. Bedacht moet echter worden dat na de eerdere oliecrises grote strategische voorraden zijn aangelegd. De voorraden in de OESO belopen circa 1 miljard vaten en het tijdelijk interen op deze voorraden zou geruime tijd soelaas kunnen bieden tegen de weggevallen productie van Koeweit en Irak. Bij dit alles komt dat wereldwijd voldoende ongebruikte productiecapaciteit voorhanden is om het ontstane gat op te vullen. Inmiddels is op verzoek van Saoedi-Arabië, dat alleen al 2 miljoen vaten per dag extra kan produceren, de OPEC weer bijeen geroepen om over het opvoeren van de productie te spreken. Daarbij redeneert Saoedi-Arabië dat een te hoge olieprijs op langere termijn niet in het belang van de OPEC is, omdat dit de oliewinning in het Westen te veel zou stimuleren en daarmee de machtspositie van de OPEC zou uithollen. Met dit perspectief lijkt een verdere stijging van de olieprijs geen langdurige zaak, maar mag eerder een lichte daling ten opzichte van het huidige niveau tot \$ 25 of iets lager verwacht worden.

Geen nieuwe oliecrisis

Vergelijkingen met eerdere oliecrises en hun economische repercussies gaan mank. In 1974 steeg de ruwe olieprijs van \$ 2 tot boven \$ 10 per vat, een verviervoudiging. Stabiliseert de olieprijs zich straks rond \$ 24 per vat tegen gemiddeld \$ 18 in 1989 dan is dat een prijsstijging met een derde. Vergeleken met begin jaren tachtig is het grote verschil gelegen in de financiële positie van veel overheden en bedrijven, die toen ronduit slecht was. Daarnaast is het fysieke olieverbruik sterk teruggedrongen en ligt het aandeel van het olieverbruik in het bnp van de westerse landen, ondanks de prijsstijging, weinig hoger dan in 1970. De cijfers van de OESO in tabel 1 illustreren dit nader.

Op basis van deze gegevens lijken de macro-economische effecten van een olieprijsstijging beperkter te kunnen blijven dan we in het verleden hebben meegemaakt. De meest recente studie van de OESO over de economische gevolgen van een olieprijsstijging dateert van 1986, toen de olieprijs op het voor die tijd ongekend lage niveau van nog geen \$ 10 per vat lag. De gevolgen van een prijsstijging met \$ 3 staan vermeld in tabel 2.

Hierbij past echter een aantal kanttekeningen. Het geringe effect op het Amerikaanse bnp is mede een gevolg

Tabel 1. Olieverbruik en -import in westerse landen

	Olieverbruik in % van het bnp	Olie-import in % van totale import
1970	1	0,7
1981	6	3,3
1989	1,5	0,9

Tabel 2. Gevolgen van een olieprijsstijging met \$ 3

	VS	Japan	Europa	OESO
Bnp	-0,2%	-0,4%	-0,3%	-0,3%
Inflatie	0,3%	0,5%	0,7%	0,5%
Lopende rekening (\$ mrd.)	-5	-5	-5	-15

van de eigen olieproductie. Met de huidige zwakte van de Amerikaanse economie is het effect vermoedelijk groter. Voor alle genoemde economieën geldt wel dat het oliegebruik inmiddels verder is teruggedrongen. Het inflatie-effect viel in 1986 vooral voor Europa relatief hoog uit, onder andere als gevolg van indexeringsmechanismen, die inmiddels eveneens sterk zijn teruggedrongen. Aan de hand van bovenstaande cijfers en overwegingen zou als gevolg van een olieprijsstijging van \$ 18 in 1989 tot \$ 24 voor komend jaar voor de OESO een druk van ongeveer 1/2% op het bnp en een extra inflatie in de orde van 1/2% tot 3/4% verwacht mogen worden. Per land of regio is er echter sprake van belangrijke verschillen.

Ongelegen voor de Verenigde Staten

Voor de Verenigde Staten komt de olieprijsstijging op een uiterst ongelegen moment. Velen vrezen dat de olieprijsstijging de kwakkelende economie in een recessie zou kunnen doen belanden. Gezien de problemen bij het bankwezen en met name de spaarbanken kan men nu volstrekt geen recessie hebben. Daarnaast brengt de opgelopen olieprijs de nodige problemen voor het overheidsbudget met zich mee. Het invoeren van een extra energiebelasting had een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het beperken van het begrotingstekort, maar lijkt nu politiek onhaalbaar te zijn geworden. Daarmee komt de Fed in een uiterst lastige positie. Dreigt de economie af te glijden naar een recessie dan vraagt men om een versoepeling van de Fed. De ruimte hiervoor is eigenlijk niet aanwezig. De inflatie bedroeg de eerste zeven maanden van dit jaar 5,8% op jaarbasis en ondergaat straks een extra opwaartse druk als gevolg van de olieprijsstijging. Daarnaast is een reductie van het begrotingstekort, met een lagere groei en met het nauwelijks door kunnen gaan van een energiebelasting, ernstig bemoeilijkt. Tenslotte zou een lagere rente, naast de negatieve effecten van de duurdere olie voor de handelsbalans, een extra druk op de dollar betekenen, die het anti-inflatiebeleid doorkruist. Dreigt de economie daadwerkelijk in een recessie te belanden, dan voelt de Fed zich, ondanks genoemde bezwaren, wellicht toch genoodzaakt haar beleid te versoepelen. Gevreesd moet dan echter worden dat de inflatie later des te harder moet worden bestreden.

Voor Japan lijken op het eerste gezicht de gevolgen eveneens omvangrijk. Immers, Japan is voor zijn oliebehoefte vrijwel geheel aangewezen op importen. Anderzijds is Japan in het oliegebruik veel efficiënter dan bijvoorbeeld de VS of West-Duitsland. Daarbij draait de Japanse economie op volle toeren. Enige druk op de economische groei is in een situatie waarin het gevaar van oververhitting dreigt geen echt probleem. Wel komt de opwaartse druk op de inflatie erg ongelegen, daar het gevaar voor aantrekkende inflatie toch al een grote zorg vormt.

Zwakke dollar vermindert effect voor Europa

Ook de Europese economie draait op volle capaciteit en kan een stootje hebben. Volgens sommige waarnemers is een rem op de krachtige groei juist welkom. Niet vergeten mag echter worden dat het effect van de olieprijsstijging voor Europa voor een niet onbelangrijk deel gecompenseerd wordt door de zwakte van de Amerikaanse dollar. Verder heeft Europa zijn eigen olie- en gasproductie, hetgeen ook weer bijdraagt tot neutralisatie van de effecten.

Dit geldt in het bijzonder voor Noorwegen en Engeland. Voor de Oostbloklanden komt de stijging van de olieprijs op een zeer ongunstig moment. Deze landen konden in het verleden dikwijls rekenen op goedkope olie uit de Sovjetunie. Dit tijdperk is echter afgesloten, waar bovenop deze landen nu geconfronteerd worden met een stijging van de wereldmarktprijs. Bij dit alles komt dat de Oosteuropese landen ten opzichte van de omvang van hun economie in verhouding veel olie verbruiken. Voor Hongarije ligt dit 50% hoger dan het gemiddelde in de OESO. In Roemenië en Rusland is zelfs sprake van een factor van circa 2,5. Dit betekent dat het hervormingsproces in Oost-Europa extra vertraging zal oplopen. Voor zover de groeiverwachting van West-Europa mede was gebaseerd op de ontwikkeling van het Oostblok, zal deze groeiverwachting dus overeenkomstig iets naar beneden bijgesteld moeten worden. Daarbij lijkt een bijstelling van de groei met 1/4% tot 1/2% op jaarbasis het meest realistisch.

Hogere aardgasbaten

In Nederland is van een min of meer neutrale energiesituatie sprake. Tegenover import van olie staat de aardgasexport, waarvan de prijs, met enige vertraging, de olieprijs volgt. Tegenover de nadelen voor onder andere het Nederlandse bedrijfsleven, dat overigens relatief veel energiegevoelige sectoren telt, staat derhalve een meevaller voor de overheid. Daar kunnen de extra aardgasbaten een bijdrage leveren aan het beperken van de begrotingsproblematiek. Daarbij gaat het, bij een constante dollar, om f 500 miljoen per dollar olieprijsstijging, waarbij de meevaller voor volgend jaar is begroot op f 1 miljard. Van verschillende kanten is overigens geadviseerd de meevaller aan te wenden voor het verkleinen van de overheidsschuld.

Gevolgen voor de financiële markten

De grote vraag voor beleggers is in hoeverre de reactie van de financiële markten nu in overeenstemming is met de economische effecten. Beginnend bij de valutamarkten moet geconstateerd worden dat door de olieprijsstijging de zwaktes van de Amerikaanse economie nog nadrukkelijker naar voren komen. Voor beleggers is dit reden de dollar te mijden. Dit geldt nog sterker wanneer de Fed straks overgaat tot een versoepeling van het beleid. Een lagere rente lijkt slechts tot een verdere verzwakking van de dollar te kunnen leiden. Voor de Japanse economie zijn de effecten beperkt. Wanneer de markten in Tokio weer in rustiger vaarwater komen kan de yen ten opzichte van de dollar een herstel boeken, dat tegenover de Europese valuta's echter beperkt zal zijn.

Wat de obligatiemarkten betreft mag, met een afwachtende houding van de beleggers, nog enige rentestijging worden verwacht. De Amerikaanse markt kan, in afwachting van een versoepeling door de Fed, hierop een uitzondering vormen. Bij ons zou de rente nog kunnen stijgen tot rond 9 1/4%. Spoedig zal de markt echter oog krijgen voor het verminderde risico van een oververhitting van de economie, waarna de rente weer wat kan dalen. De voorziene rentestijging kan daarmee een rentehobbel van slechts enkele maanden worden.

Voor de aandelenbeurzen is er naast het perspectief van een wat lagere economische groei de druk op de ondernemingswinsten. Voorts speelt het vertrouwen van de belegger een grote rol. Vooral dit laatste maakt dat een keer ten goede nog een aantal weken op zich zal laten wachten. Daarna lijkt een meer fundamenteel herstel mogelijk. Wall Street biedt daarbij vermoedelijk ook straks nog te weinig perspectief en Tokio wellicht nog te veel onzekerheden, zodat de belegger zich tegen die tijd het beste op de beurzen in continentaal Europa kan concentreren.