

# Conjunctuur

## G7 komt Sovjetunie tegemoet

De berichten ten aanzien van de kredietwaardigheid van de Sovjetunie werden de laatste maanden gaandeweg slechter. Hoe nijpend de situatie is wordt per dag duidelijker. Inmiddels zijn de deviezenreserves uitgeput, en heeft de Vnesjekonombank (verantwoordelijk voor het buitenlandse betalingsverkeer) zelfs particuliere deposito's gebruikt om aan de verplichtingen te voldoen. De liquiditeitscrisis heeft een economische achtergrond waar nog geen verbetering te bespeuren is. Door de ontwikkelingen in het Oostblok is de handel tussen de Oosteuropese landen onderling vrijwel stil gevallen hetgeen ten koste gaat van de exportopbrengsten. Het zal daarnaast nog enige tijd duren voordat de export naar de westerse landen (die nu zelf met een economische teruggang kampen) goed op gang komt. Gevolg is dat de Sovjeteconomie verder ineenschrompelt: president Gorbatsjov noemt een catastrofale daling van het nationaal inkomen van 15% volgend jaar, na een teruggang van naar schatting 25% dit jaar en 8% in 1990. Gevolg is dat ook de overheid minder geld binnenkrijgt dan voorzien, hetgeen de begrotingstekorten doet oplopen.

Tegen deze achtergrond is het vreugdend dat de G7 (VS, Duitsland, Japan, Frankrijk, Groot-Brittannië, Canada en Italië) besloten heeft steun te verlenen. Er is een liquiditeitssteun van 1 miljard dollar toegezegd tegen onderpand van 104 ton goud (circa de helft van de geschatte voorraad). Daarnaast wordt opschorting verleend voor de terugbetalingsverplichting van \$ 3,6 miljard aan schulden. Over de \$ 20 miljard die volgend jaar moet worden afgelost is nog geen overeenstemming bereikt. De totale buitenlandse schuld wordt getaxeerd op \$ 70 tot \$ 80 miljard. Weliswaar heeft de Sovjetunie nog vorderingen in dezelfde orde van grootte op het buitenland, maar voor een belangrijk deel hebben

deze betrekking op landen uit het voormalige Oostblok en op ontwikkelingslanden. Een achttal Sovjetstaten (met als voornaamste Rusland) heeft zich garant gesteld voor de buitenlandse schuld van de Sovjetunie. Een aantal andere staten (Oekraïne, Oezbekistan, Azerbeidzjan en Georgië) is daartoe niet bereid, en heeft het akkoord ook niet aanvaard. Buiten de directe steun is in internationaal verband wellicht veel belangrijker dat het vertrouwen in de Sovjetunie voorlopig hersteld is. Het gevaar was zeer groot aanwezig dat, indien de G7 niet tot een vergelijk zou komen, andere kredietverleners hun consequenties zouden trekken met alle gevaren van dien.

### Spanning over Eurotop

Niet alleen voor de Sovjetunie nadert het uur der waarheid. Ook voor de Europese samenwerking nadert het moment waarop belangrijke stappen genomen moeten worden. Enerzijds geldt dit voor de Politieke Unie (EPU), anderzijds voor de Monetaire Unie (EMU). Daarnaast dient nog het nodige werk te worden verzet om per 1 januari 1993 te komen tot een interne markt. Van de 278 maatregelen die op weg naar een interne markt moeten worden genomen waren er medio dit jaar 194 in richtlijnen omgezet. Vervolgens dienen deze in de verschillende landen te worden omgezet in wetgeving. De oprichting van de Europese Politieke Unie en de Europese Monetaire Unie staan in Maastricht op het programma. Hiermee samenhangend moet de toekomstige rol van het Europese Parlement nader worden vastgesteld. Daarnaast komen belangrijke zaken aan de orde zoals sociaal beleid, visa- en politiezaken en het buitenlandse en veiligheidsbeleid. Vooral het Verenigd Koninkrijk vormt een struikelblok omdat de Britten weinig bereidheid vertonen de eigen zeggenschap over wezenlijke zaken ondergeschikt te maken aan de federale aanpak. Duitsland is, evenals Frankrijk, daarvan juist wel gecharmeerd.

### OESO minder optimistisch

De economische problematiek concentreert zich momenteel vooral op de vertraging in het economische herstel in de recessielanden en een afzwakking in de overige landen. Inmiddels heeft dit geleid tot een bijstelling van de verwachtingen door de OESO. Voor de Amerikaanse economie wordt nu een groei voorzien

van 2,6% in 1992, tegenover 3,1% in de eerdere voorspellingen. De groei-projectie voor de tweede helft van dit jaar is gehalveerd ten opzichte van de voorheen genoemde 2,7%. Ook voor Japan is het vooruitzicht duidelijk minder. Was eerst nog sprake van een voorspelde groei van 3,5% in 1992, nu wordt gedacht aan 2,5%. Hoewel de handelsbalans toenemende overschotten blijft vertonen, neemt het stijgingstempo van de exporten af. De teruglopende groei van de investeringen tikt echter het zwaarste door. De inflatie blijft beperkt tot 2,4%. Voor de Duitse economie wordt het lopende half jaar een daling van 0,9% voorzien, maar volgend jaar zou nog sprake zijn van een groei van 2,1% hetgeen overeenkomt met de voorspelling van de 'Vijf Wijzen'.

Voor het gehele OESO gebied is de projectie voor de economische groei teruggebracht van 2,9% tot 2,3%. Daardoor is het vooruitzicht voor de werkloosheid somber. In West-Europa loopt die op tot 9,4% volgend jaar tegenover nog 9% dit jaar. De inflatieontwikkeling is als gevolg van de matige economische prestaties wel onder controle. Die neemt af van 4,2% dit jaar tot 3,8% volgend jaar en 3,5% in 1993.

### Recessies niet onder controle

In de VS blijft de economie kwakkelen. Vooral de opmerkelijk scherpe daling van het consumentenvertrouwen en van de verwachtingen van de consument vormen een reden tot zorg. De 'consumer sentiment index', die wordt samengesteld door de Universiteit van Michigan, daalde voor de tweede maand in successie fors en wel met 10% tot 70,7%. Temeer teleurstellend daar juist de consumentenbestedingen de economie weer op toeren moeten krijgen. Niet alleen zijn de consumentenbestedingen goed voor tweederde van de vraag, maar bovendien vormen deze de basis voor veel investeringsprogramma's. De daling van het consumentenvertrouwen gevoegd bij de stijging van de voorraden met 0,6% in september heeft het optimisme ten aanzien van een krachtig economisch herstel flink aangetast. Ook in het Verenigd Koninkrijk viel een aantal cijfers tegen. In het derde kwartaal daalde het bruto binnenlands produkt met (reëel) 2,3% ten opzichte van hetzelfde kwartaal vorig jaar, waar een daling van 2,1% verwacht was. Tegenover het tweede kwartaal was overigens sprake

van een stijging met 0,3%. Voor de groei in het vierde kwartaal bestaat nu angst: de detailhandelsverkoop daalden in oktober met 0,5%, terwijl de regering op een stijging met 0,7% gehoopt had. En ten slotte viel ook het inflatiecijfer tegen. Dat daalde in oktober tot 3,7% (was 4,1% in september) waar de markt 3,5% verwachtte.

### Nederland

In eigen land kwam het prettige bericht dat het financieringstekort sneller terugloopt dan verwacht. Eind oktober lag het tekort op 4,3% van het nationaal inkomen waar de doelstelling van het kabinet 4,75% bedraagt voor het einde van dit jaar. Het is echter te voorbarig om juichende conclusies te trekken. De vervroegde inning van de vennootschapsbelasting, die voorspoediger verloopt dan ingeschat, zorgt voor een incidentele positieve vertekening. In de cijfers over onze economie wordt steeds duidelijker de vertraging zichtbaar. In het derde kwartaal namen de consumptieve bestedingen nog met 2,6% toe, maar het tempo ligt duidelijk lager dan in het eerste en tweede kwartaal, toen cijfers van 4,9% respectievelijk 3,4% werden opgetekend. Binnen de consumptieve bestedingen stegen de bestedingen aan duurzame goederen met 4,9% ook dit kwartaal weer het sterkst. Ronduit teleurstellend was de ontwikkeling van de produktie. In september daalde die met 3,7% ten opzichte van augustus, of 5,6% op jaarbasis. Dit ondanks het feit dat de bedrijven hun capaciteit al minder intensief benutten; de bezettingsgraad daalde namelijk tot 83,7%. Bij de interpretatie van deze cijfers moet echter bedacht worden dat vorig jaar september de produktie fors toenam. Met de export gaat het nog steeds goed. Ook in het derde kwartaal werd een groei van 5% bereikt.

### Beweeglijke valutamarkten

De koers van de dollar maakte een val op basis van het wetsvoorstel dat de door de banken ontvangen rente op credit-card-kredieten omlaag moet. Eerder was sprake geweest van een kortstondige ervaring van de dollar, gebaseerd op de toename van de index voor producentenprijzen met 0,7%. Dit cijfer viel tegen, zodat de kans op een rentedaling weer kleiner werd ingeschat. De consumentenprijzen stegen echter met een magere 0,1% zodat de inflatie-angst weer snel verdween.

De uitspraak over de credit card werd op twee manieren negatief geïnterpreteerd. Enerzijds kan de lagere vergoeding voor de banken de aanleiding zijn een restrictiever uitgifte-beleid te voeren, hetgeen de consumptieve bestedingen remt. Anderzijds zou als gevolg van de door de overheid afgedwongen maatregel de positie van de banken verder verslechteren. Als gevolg van het slechte economische tij worden toch al op vele fronten verliezen geleden, die nu nog gedeeltelijk gecompenseerd worden door bij voorbeeld de winst op credit card kredieten. Hoewel zowel Brady als Bush later verklaarden dat zij het wetsvoorstel zullen torpederen kon de dollar zich niet herstellen van de vertrouwensbreuk die zich ook op Wall Street vertaalde in een koersval. Vanzelf-



sprekend is dit wetsvoorstel slechts een druppel die de emmer deed overlopen. De fundamenteel slechte economische basis blijft de belangrijkste onderliggende reden voor de zwakte van de dollar. Vooralsnog zal die zwakte blijven bestaan, hoewel bij voorbeeld politieke onrust in de wereld voor tijdelijke oplevingen kan zorgen.

### Duitse mark wint aan kracht

Als gevolg van de zwakte van de dollar werd de Duitse mark binnen het EMS alleen maar sterker. Omdat daarnaast in Frankrijk de rentetarieven weer verhoogd werden met 0,5% tot 9,25% voor de interventierente kwam het pond onder in het EMS te liggen, waarvoor de zwakte van de economie verantwoordelijk is. In snel tempo liep de koers van het pond terug na de bekendmaking van de bbp cijfers over het derde kwartaal. Binnen het EMS liep het verschil ten opzichte van de Duitse mark en de gulden op tot boven 3,5%. Sinds de toetreding ruim een jaar geleden kon het pond zich tot voor kort aardig handhaven in de 2,25% band. Afgelopen periode werd de Franse frank gestraft voor het eigenzinnige rentebeleid. Tegen

het strakke monetaire beleid in Duitsland in, verbaasde Frankrijk de financiële wereld recent met een daling van de rente. Men dacht het zich te kunnen permitteren gezien de gunstige ontwikkeling van de inflatie tegenover met name Duitsland. Nu echter de Franse frank, mede op basis van de politieke onrust, wekelang de zwakste munt in het EMS bleef hebben de Franse monetaire autoriteiten bakzeil gehaald.

### Amerikaanse rente loopt op

De onverwachte stijging van de Amerikaanse producentenprijzen in oktober met 0,7% was enkele dagen voor de koersval op Wall Street een tegenval die de rentemarkt niet onberoerd liet. De angst voor oplopende inflatie stuwde het rendement op dertigjarige leningen op richting 8%. De consumentenprijzen waren echter met slechts 0,1% gestegen en daarmee concludeerden beleggers dat de kans op een verdere rentedaling misschien nog niet helemaal is verkeken hetgeen de druk even van de ketel haalde. Aan het lange eind zagen we dit vooralsnog niet terug. De beleggers gingen in de kortere looptijden, hetgeen een indicatie is dat men de zaak nog niet vertrouwt.

### Minder renteconvergentie

De periode waarin rentestanden binnen het EMS convergeerden en beleggers uitstekende zaken konden doen door te beleggen in hoogrendende valuta's lijkt ten einde te lopen. Inmiddels zijn de rendementverschillen binnen Europa verkleind. De geldstromen verleggen zich nu weer naar de Duitse mark, die dank zij zijn relatief hoge rente weer aan populariteit wint. In eigen land houdt de markt nog steeds de adem in. De mogelijkheid dat de Duitse Bundesbank nog een keer in zal grijpen via een renteverhoging wordt nog immer als reëel ingeschat. Op de geldmarkt ontstond krapte toen DNB de speciale belemmering niet verlengde, hetgeen de korte rente weer opstuwde. Dit, noch bij voorbeeld de Amerikaanse rentestijging, had echter nauwelijks invloed op onze lange rente. Weliswaar liep die marginaal op tot boven 8,7%, maar dit is nog steeds midden in de bandbreedte van 8,5%-8,9% waarbinnen de rente zich al enige tijd beweegt.

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