

# Conjunctuur

## Monetaire strijd in G7

In het vorige week gehouden overleg tussen de zeven grote industrielanden (VS, Canada, Japan, Groot-Brittannië, Frankrijk, Italië en Duitsland), stonden enerzijds de VS, die pleitten voor een wereldwijde renteverlaging, en anderzijds Duitsland en Japan die geen ruimte voor renteverlaging zagen tegenover elkaar. Het meningsverschil draait in feite om de prioriteitsstelling bij het oplossen van de economische problemen, en hoe het monetaire instrumentarium daarbij kan worden ingezet. De VS, die in een mindere conjunctuurfase zijn terechtgekomen, zien in een renteverlaging de mogelijkheid de economie een impuls te geven. De lagere rente kan dan via goedkopere kredieten leiden tot extra consumptieve bestedingen en investeringen. Daarvan zou ook de internationale handel kunnen profiteren. Duitsland en Japan zien echter niets in een renteverlaging. Hun redenering luidt dat er, via verruiming van de kredietmogelijkheden, te veel geld in de samenleving komt, waar te weinig nieuwe productie tegenover staat. Het overtollige geld vindt zijn bestemming in prijsverhogingen. Per saldo is er reëel dus niet meer besteed, noch meer geproduceerd, maar is alleen de inflatie opgelopen. En als dit leidt tot hernieuwde inflatieverwachtingen bij het publiek kan een loon/prijsspiraal ontstaan. Daarnaast geldt voor Japan en Duitsland de noodzaak tot renteverlaging minder dan voor de VS, omdat zij nog een behoorlijke groei kennen.

### Valutakoersen

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 22/4	Koers per 3/5
Amerikaanse dollar	2,00	1,64	1,98	1,93
Engelse pond	3,38	3,26	3,37	3,33
Duitse mark (100)	112,82	112,63	112,63	112,70
Zwitserse frank (100)	135,62	129,30	134,20	133,50
Japanezen yen	144,16	125,36	142,38	140,22

Het belang van internationale afstemming van de maatregelen, die vanzelfsprekend in eerste instantie toch op de binnenlandse economie zijn gericht, ligt met name op het gebied van de wisselkoersontwikkeling. Indien de renteversillen tussen landen gelijk blijven als gevolg van een gecoördineerde actie, ondervinden de onderlinge wisselkoersen uit dien hoofde geen effect. Als echter de rente-ontwikkeling uit elkaar gaat lopen kan dit zijn invloed hebben op valuta's, hetgeen concurrentieverhoudingen aantast. Tevens zullen de beleggers, die verantwoordelijk zijn voor een groot deel van de internationale kapitaalstromen, hun voorkeuren aanpassen aan de nieuwe verhoudingen. Naast de keuze tussen wel of geen renteverlaging, hebben de centrale banken dus ook nog te maken met de keuze voor het interne of externe beleid.

### Kapitaalschaarste

Vanuit verschillende hoeken wordt overigens betwijfeld of de hoge rentetarieven wel het werkelijke probleem zijn. Veeleer wordt dan gewezen op het wereldwijde gebrek aan kapitaal, hetgeen de prijs ervan hoog houdt. Organisaties als het IMF pleiten dan ook al jaren voor verlaging van begrotingstekorten en hogere besparingen.

De wereldwijde kapitaalschaarste kent aan de vraagkant een aantal oorzaken. Zo speelde begin jaren tachtig de schuldenproblematiek de ontwikkelingslanden parten. Hoewel de discussie wat op de achtergrond is geraakt, speelt de behoefte aan Westers kapitaal voor deze landen nog immer. Een andere factor die in dit verband genoemd kan worden is de enorme kapitaalbehoefte in Oost-Europa, waarvan de kosten van de eenwording in Duitsland het meest directe voorbeeld zijn. Een nieuwe factor vormt de oorlog in het Midden-Oosten. De wederopbouw gaat miljarden kosten, maar ook de oorlog zelf heeft veel geld gekost.

### Verenigde Staten

In de economische discussie over de rente speelt natuurlijk ook het politieke element, waarbij het wel vaker voorkomt dat de regering een afwijkend standpunt inneemt tegenover de eigen centrale bank. Het lijkt er op dat ook deze keer in de VS het internationale platform gebruikt werd om de eigen centrale bank onder druk te zetten. Hoewel men bij Duitsland en Japan geen succes kon boeken, werd de boodschap in eigen land wel begrepen. De Fed verlaagde het disconto met een half procentpunt tot 5,5%.

Voor de bekendmaking van de discontoverlaging nam de dollar toch



even de drempel van twee gulden. Het ontbreken van een uitspraak over het niveau van de dollarkoers op de bijeenkomst van de G-7, deed de mening postvatten dat het huidige niveau niet als te hoog gezien wordt. De weerspiegeling van de kracht van de dollar kan echter ook verklaard worden uit de zwakte van de mark, vanwege de onzekerheden over de (Oost-)Duitse economie, want de opgelopen achteruitgang ten opzichte van de yen ligt in dezelfde orde van grootte. Toen echter de discontoverlaging bekend werd, moest de dollarkoers in twee dagen met een dubbeltje terug. Later werd de teruggang gedeeltelijk ongedaan gemaakt. Overigens kwam de renteverlaging als een verrassing en lijkt de timing zoals gezegd vooral te maken te hebben met politieke druk. Juist nu men vooruitloopt op een verwacht economisch herstel, en het feit dat een renteverlaging pas op termijn effect heeft op de economische groei, voeden deze opvatting. Daarnaast leek de meest recente indicatie voor de inflatie-ontwikkeling (5,5%) weinig ruimte te bieden voor een renteverlaging. Na de eerdere publicatie van alle economische indicatoren over de eerste drie maanden van het lopende jaar kon in de VS de bekendmaking van het bnp over het eerste kwartaal, een daling van 2,8%, de markt nauwelijks meer verrassen. Hoewel de daling fors groter is dan

die over het vierde kwartaal vorig jaar (-1,6%) blijft de blik op het herstel in de toekomst gericht. Een positief teken kwam van de publicatie van de index van inkoopmanagers, die in april steeg tot 42,1 tegenover 40 in maart. De werkloosheid daalde in april met 0,2% tot 6,6%. Daartegenover stonden ook wat mindere cijfers, zoals de bekendmaking dat de orders voor duurzame consumptiegoederen in maart zijn gedaald met 4,9%. De index die het consumentenvertrouwen meet, daalde na de sterke stijging in maart (tot 87,7) tot 81 in april. De index van leidende economische indicatoren over maart, +0,5%, weerspiegelt nog de verbetering van een aantal indicatoren na het beëindigen van de Golfoorlog.

### **Japan**

Het toeneming van de vraag naar kapitaal komt bij voorbeeld tot uitdrukking in de lopende rekening van Japan. Het overschot op de lopende rekening bedroeg in maart nog 'slechts' 4,3 miljard dollar, tegenover nog 8,5 miljard dollar een jaar eerder. Indien echter het handelsoverschot onder de loep genomen wordt, een overschot van 10,5 miljard dollar tegenover 8 miljard dollar vorig jaar, dan blijkt dat 6 à 7 miljard dollar is overgeboekt als financiële bijdrage aan de Golfoorlog. In het fiscale jaar 90/91 is het overschot op de lopende rekening met 36% gedaald tot 33,8 miljard dollar. Op de handelsbalans werd een daling genoteerd van slechts 1% tot 69,5 miljard dollar.

### **Duitsland**

De Bundesbank weet zich nog geconfronteerd met aanzienlijke interne problemen. Naast de inflatiedruk van binnenlandse aard, voornamelijk veroorzaakt door de eenwording, wordt de inflatie thans opgedreven door hogere importprijzen die hoofdzakelijk het gevolg zijn van de sterk gestegen koers van de dollar. De discontoverlaging in de VS maakt het voor de Bundesbank minder noodzakelijk om de rente te verhogen. Wel is de groei van de geldhoeveelheid in de vijf nieuwe deelstaten van Duitsland groter dan op de langere termijn acceptabel, zo was te lezen in het jaarverslag van de Bundesbank dat recent verscheen. De groei van de geldhoeveelheid in het verenigde Duitsland was in februari 20% hoger dan een jaar eerder. Zelfs als het effect van

de monetaire eenwording op ongeveer 10% wordt gesteld en rekening wordt gehouden met een normale groei van 5%, blijft er een duidelijk teveel aan liquiditeiten, aldus de Bundesbank. Een versoepeling van de Duitse monetaire politiek zou het vertrouwen in de mark ondermijnen, aldus Pöhl. Het meest recente inflatiecijfer, met 0,3% opgelopen tot 2,8%, lijkt hem gelijk te geven. Daarnaast zal de inflatie in juli gaan toenemen als gevolg van de btw verhoging. Na traditioneel onder de Amerikaanse rente gelegen te hebben, bevindt de Duitse rente zich sinds enige tijd daarboven.

### **Nederland**

In eigen land is het vierde kwartaal met een groei van het bruto binnenlands produkt van 4,2% het beste van 1990 geweest, zo maakte het CBS bekend. De belangrijkste trekker was de gezinsconsumptie, die in volume met 4,2% steeg, ondanks het eerder gesignaleerde sterk gedaalde consumentenvertrouwen. Ook de investeringen waren weer expansief in het vierde kwartaal. De bedrijfsinvesteringen namen in volume met 6% toe en de overheidsinvesteringen zelfs met 6,7%. Bij de presentatie van het jaarverslag van De Nederlandsche Bank waarschuwde president Duisenberg voor al te groot optimisme. Hij was met name bang voor de ontwikkeling van de werkgelegenheid en financieringstekort. Ter oplossing van de problemen werd nog maar eens de oproep tot loonmatiging van stal gehaald. Daarnaast moet de overheid ernst maken met de beheersing van haar begrotingstekort.

Aanvankelijk ondervond de Nederlandse obligatiemarkt nauwelijks invloed van de internationale renteperikelen, hoewel later toch nog een reactie op de verlaging in de VS volgde. De Nederlandse staat kwam met een nieuwe lening naar de markt. In tegenstelling tot wat de laatste jaren gebruikelijk is, bedraagt de looptijd van deze lening, met een coupon van 8,5%, vijftien jaar. Dit zou beter aansluiten bij de wensen van (institutionele) beleggers. Alhoewel de binnenlandse belangstelling enigszins schijnt op te drogen, lijkt het Agentschap mede door de tussentijdse verlaging van de uitgiftekoers alsnog de interesse bij het buitenland te hebben opgewekt. De staat heeft meer dan zes miljard gulden binnengehaald. Bij de gehanteerde afgiftekoersen ligt het rendement juist onder 8,6%.