

## Oplopende begrotings-tekorten

In de laatste *World Economic Outlook* van het IMF krijgen de scherp oplopende begrotingstekorten veel aandacht. Voor de gehele G7 is het begrotingstekort opgelopen van 1,2% van het bbp in 1989 tot 4,2% in het lopende jaar. Voor het VK was de omslag het meest spectaculair: van een overschot van 0,9% van het bbp in 1989 naar een tekort van 8,8% thans. Voor de meeste landen liggen de tekorten inmiddels tussen 2% en 5%, terwijl Italië daar nog ver boven zit. Aan aanhoudend te grote tekorten kleven veel bezwaren aldus het IMF, dat onder meer wijst op een lager produktieniveau ten gevolge van een te lage kapitaalformatie, een geringere groei van de produktiviteit, een hogere schuldenratio en de druk van de rentebetalingen op de overheidsfinanciën. Hier is recentelijk nog bijgekomen een lager vertrouwen bij consument en bedrijfsleven ten gevolge van de onzekerheid over eventueel te nemen maatregelen.

Ook president Duisenberg van De Nederlandsche Bank besteedde recentelijk aandacht aan de overheids-tekorten die bij de EG-overheden dit jaar oplopen tot gemiddeld 5,75%, bijna het dubbele van de EMU-norm van 3%. Opvallend was zijn opmerking dat slechts een derde van de tekorten een conjuncturele achtergrond heeft, zodat zonder aanvullende maatregelen ook bij een herstel van de conjunctuur aldus tweederde van de tekorten blijft bestaan.

Steeds meer overheden erkennen dat het onverantwoord is de oplossing van de begrotingsperikelen naar de toekomst te verschuiven. In Frankrijk bij voorbeeld heeft de recent aangetreden Franse premier Balladur – door de nood gedwongen – ingrijpende bezuinigingen aangekondigd. De door de vorige regering opgestelde begroting ging uit van een economische groei van 2,6%; inmiddels

gaat de nieuwe regering echter uit van een groei van -0,1%. Dit heeft tot gevolg dat de inkomsten 10% (FF 124 miljard) te hoog zijn ingeschat, terwijl de uitgaven FF 44 miljard te laag zijn begroot. Bij ongewijzigd beleid zou het begrotingstekort uitkomen op FF 400 miljard, 5,8% van het bbp: een onacceptabel hoog percentage. Voorgesteld wordt nu om de accijnzen en de premies voor de sociale verzekering te verhogen en om FF 21,5 miljard te bezuinigen op geplande uitgaven.

### Duitsland

De Duitse economie heeft naar het zich laat aanzien de neerwaartse spiraal nog niet doorbroken. De orderontvangst daalde in maart met 3% ten opzichte van de voorgaande maand, terwijl op 0,5% was gerekend. Bij de investeringsgoederen-industrie bedroeg de teruggang 4%, terwijl de exportorders zelfs 4,2% terugvielen. Ten opzichte van een jaar geleden lag de orderontvangst in maart 14,6% lager. Ook de groei van de werkloosheid houdt aan. Inmiddels is in maart het niveau van 7,1% geregistreerd. Het produktieniveau was in maart 10,5% lager dan een jaar eerder. De groei in de bouwsector die zich tot voor kort goed handhaafde staat nu ook onder druk.

De zes belangrijkste economische onderzoeksbureaus in Duitsland hebben inmiddels hun verwachtingen in neerwaartse richting aangepast ten opzichte van de rapportage van een half jaar geleden. In plaats van 0,5% economische groei wordt nu gerekend op 1,5% krimp in het lopende jaar. Voor de staten in West-Duitsland gaan de onderzoeksbureaus uit van een teruggang met 2%. Voor de oostelijke staten is een groei met 5,5% begroot (was 7,5%). Over het moment waarop een eventueel herstel mag worden verwacht doen de onderzoeksbureaus geen uitspraak, maar vóór 1994 wordt dit niet voorzien.

### Japan

Het Japanse Centrum voor Economisch Onderzoek verwacht dat de binnenlandse vraag na drie kwartalen van daling in het afgelopen eerste kwartaal is gestegen met 0,2%. Voor het lopende kwartaal wordt gerekend op een groei met 1,7% dank

zij hogere uitgaven van overheid en consumenten. Op jaarbasis zou dat uitkomen op 5,8% groei. De overschotten op de Japanse lopende rekening blijven stijgen. Dit blijft een doorn in het oog van de rest van de wereld, die smacht naar een grotere export naar Japan. Niet alleen zouden de handelsstromen daarmee evenwichtiger worden, maar belangrijker is dat meer import door Japan een goede bestedingsimpuls kan opleveren voor de stagnerende Westerse economieën.

De Japanse aandelenmarkt maakte een verdere stijging door. De Nikkei Dow Jones doorbrak het niveau van 21.000 voor het eerst in 14 maanden. De licht stijgende rente en de slechte bedrijfsberichten die over het per 31 maart jl afgesloten begrotingsjaar zullen worden gepubliceerd, kunnen de beleggers niet deren. Zo zullen de banken een totaal van 215 miljard gulden aan dubieuze leningen moeten rapporteren, zo schat een Japans financieel dagblad. De gemiddelde winstdalingen die zullen worden gerapporteerd worden begroot op 20 tot 30%. De kracht van de yen kan ook een probleem opleveren voor de resultatenontwikkeling bij het Japanse bedrijfsleven. Canon, dat 80% van zijn omzet in het buitenland behaalt, heeft zijn winstverwachting voor het lopende jaar mede naar aanleiding van de 11% waardeinstijging voor de yen al gehalveerd.

### VS

De berichten uit de VS wijzen op een afnemend momentum in het economische herstel. De lijn blijft positief, maar veel minder overtuigend dan velen hadden gehoopt en dan nodig is ten teken van voldoende dynamiek. Volgens de Federal Reserve zijn de teleurstellende cijfers over de maand maart echter vertekend door het slechte weer en zouden de aprilcijfers weer gaan meevallen.

De werkgelegenheidscijfers over april vielen licht tegen. De groei van 119.000 banen was heel wat beter dan de teruggang met 9.000 in maart, maar bleef achter bij de 146.000 toename die was verwacht. Teleurstellend was verder de daling van de index van leading indicators in maart met een vol punt, de sterkste daling sedert november 1990. Ook de daling van de index van de inkoopmannagers over de maand maart tot on-

der de grens van vijftig was een tegenvallei die duidt op een minder snel groeiende economie. Tegenover de gematigde volume-ontwikkeling in de economie stond een veel hoger dan verwachte stijging van de producentenprijzen met 0,6% in april ten opzichte van de voorgaande maand. Zelfs wanneer een aantal fors in prijs schommelende componenten wordt geëlimineerd resteert voor april een onderliggende inflatie van 0,4%. De stijging van de consumentenprijzen in april van 0,4% ten opzichte van de voorgaande maand was eveneens fors hoger dan verwacht.

In tegenstelling tot de Nederlandse rentecurve, die een steeds vlakker verloop laat zien, vertoont de Amerikaanse rentecurve een scherpe stijging. Dit heeft de Amerikaanse overheid ertoe gebracht zijn financieerbeleid aan te passen. De afgelo-



pen 18 jaar is de gemiddelde looptijd van de Amerikaanse staatsschuld gestegen van 2,5 jaar tot vorig jaar zes jaar. De uitgifte in 1992 van \$ 30 miljard aan zevenjarige leningen, \$ 44 miljard aan tienjarige leningen en \$ 40 miljard aan dertigjarige leningen, was daaraan niet vreemd. De rente voor dertigjarige leningen is echter wel 6,8%, terwijl het korte geld in de VS minder dan 3% kost. Door kort te lenen zijn direct grote bezuinigingen te realiseren. Wanneer wordt bedacht dat de Amerikaanse federale overheid dit jaar meer dan \$ 200 miljard aan rente moet betalen zal het duidelijk zijn dat een verlaging van de gemiddeld verschuldigde rente een forse besparing oplevert.

De obligatiemarkt werd overigens onaangenaam verrast door de teleurstellende stijging van de producenten- en consumentenprijzen in april, temeer daar de twee voorgaande maanden wat dat betreft ook al tegenvielen. De kapitaalmarktrente liep hierdoor de laatste week wat op,

tot 6,95% voor de jongste dertigjarige staatslening.

Nadat de dollar aanvankelijk onder druk had gestaan herstelde de munt zich weer krachtig richting *f* 1,81. De (verwachte) verkleining van het renteverval tussen Duitsland en de VS speelde hierbij een rol. Van belang was ook de zwakte van de Duitse mark zelf. De munt heeft te lijden van de nog steeds teleurstellende economische ontwikkeling, terwijl de perspectieven verslechteren ten gevolge van de stakingen in de oostelijke staten die dreigen over te slaan naar het Westen. Ook de gedwongen wisselingen in de regering doen het aanzien van Duitsland geen goed.

### Rente en valuta's

#### *Devaluatie peseta en escudo*

Op 13 mei vond wederom een koersherstelling binnen het EMS plaats: op verzoek van Spanje devalueerde de peseta met 8%. Portugal volgde met een devaluatie van de escudo van 6,5%. Dit is al de vijfde wisselkoersherzieningsronde sinds het EMS september vorig jaar in een crisis kwam te verkeren. De vorige aanpassing dateert van 30 januari, toen het Ierse pond met 10% werd gedevalueerd.

De peseta stond al langere tijd onder druk. De toestand van de Spaanse economie is sterk verslechterd en de werkloosheid bedraagt rond de 20%. Ondanks twee devaluaties, 5% in september en 6% in november, nam het vertrouwen van de financiële markt af in de houdbaarheid van de nieuwe EMS-spilkoers van de peseta. Dit dwong de Spaanse centrale bank de rente hoog te houden, hetgeen onder de huidige economische omstandigheden natuurlijk zeer slecht uitkwam. De druk op de peseta verergerde toen de huidige socialistische premier Gonzalez, een overtuigd Europeaan, als gevolg van politieke schandalen besloot om vroegde verkiezingen uit te schrijven voor 6 juni. De Spaanse oppositie, die volgens opiniepeilingen een nek-aan-nek race voert met de regerende socialisten, liet verschillende keren duidelijk blijken dat als zij aan de macht zou komen renteverlaging voorop zou komen te staan, desnoods ten koste van de huidige EMS-spilkoers van de peseta of desnoods zelfs ten koste van de uittreding van de peseta uit het EMS. De speculatie

tegen de peseta nam vervolgens zulke vormen aan, dat de uitkomst van de verkiezingen niet eens meer kon worden afgewacht. Op 13 mei gooide de Spaanse centrale bank dan ook de handdoek in de ring en verzocht zij om een nieuwe devaluatie. De grote verbondenheid van de Portugese economie met die van Spanje leidde ertoe dat tegelijkertijd ook de escudo werd gedevalueerd, zij het met een iets lager percentage. Op zich staat de Portugese economie er wat minder slecht voor, maar het achterwege blijven van een devaluatie zou de concurrentiepositie van Portugal aantasten en ongetwijfeld een speculatieve aanval uitlokken.

#### *De gulden*

Binnen het EMS toonde de gulden zich bijzonder sterk. Ten opzichte van de Duitse mark steeg de gulden, waardoor de markenkoers daalde onder de *f* 112,20 tot een laagste punt sedert vijf jaar. Beide munten profiteerden overigens van een enigszins toenemende nervositeit bij beleggers over de uitkomst van het tweede Deense referendum over het Verdrag van Maastricht, die zo belangrijk is voor de verdere voortgang van de Europese integratie, zeker ook op valutair gebied.

De kracht van de Nederlandse gulden vergrootte de ruimte van De Nederlandsche Bank om de rentetarieven te verlagen. Tweemaal binnen veertien dagen werden de officiële tarieven met een kwart procentpunt verlaagd, waarbij de voorschotrente nu op 7,00% staat. De daling van de DNB-tarieven leidde tot een forse daling van de geldmarktrente in ons land. De daling van de kapitaalmarktrente bleef daar duidelijk bij achter. Het rendement op de jongste tienjarige staatslening liep over de afgelopen periode met slechts een kleine tien basispunten terug tot 6,62%, waarbij de Nederlandse rente overigens wel 14 basispunten onder de Duitse ligt.

---

Deze bijdrage is ontleend aan de tweewekelijkse uitgave *Beleggen met van Lanschot*.