

Conjunctuur

Staatsgreep in de Sovjetunie

Het grote nieuws lag dit keer niet op het economische vlak, maar was van politieke aard. Nadat er in de Sovjetunie reeds geruime tijd sprake was van een groeiend spanningsveld tussen enerzijds de aardsconservatieven en anderzijds de hervormingsgezinden, is afgelopen weekeinde de bom gebarsten. Michael Gorbatsjov is, zo wordt officieel gesteld, om gezondheidsredenen niet in de gelegenheid zijn plichten te vervullen, en wordt vervangen door de voormalige conservatieve vice-president Gennadi Janajev. Tegelijkertijd werd in enkele gebieden de noodtoestand afgekondigd door een speciaal comité bestaande uit de nieuwe president, premier Pavlov, KGB-voorzitter Krjoetsjkov en minister van defensie Jazov. De staatsgreep vond plaats daags voordat een nieuw unie-verdrag, waarin voor de deelrepublieken een beperkte autonomie sprake zou zijn, getekend zou worden.

Weliswaar zijn de economische banden met de Sovjetunie beperkt, de omwenteling is van enorm internationaal politiek belang en heeft dan ook ingrijpende gevolgen voor de financiële markten, te meer daar we weer belanden in een periode van onzekerheid en instabiliteit. Enerzijds geldt dit voor de westerse wereld, waarvan de ontspanningspolitiek vrijwel volledig was gebaseerd op de machtspositie van Gorbatsjov. Anderzijds is het nog een grote vraag welke ontwikkelingen in de Sovjetunie zullen volgen, want het is duidelijk dat de presidenten van de naar meer onafhankelijkheid strevende deelrepublieken meer te verwachten hadden van Gorbatsjov. Dit wordt onderstreept door de oproep tot een algemene staking die Boris Jeltsin, de president van de republiek Rusland, nog dezelfde dag deed.

Inflatieschrik in Nederland

In Nederland werden we geconfronteerd met uitermate slechte berichten over de inflatie in juli. De prijzen

stegen met 1,6% in een maand. Nog slechter dan het Duitse cijfer. Op jaarbasis gemeten komt de inflatie in Nederland hiermee op 4,5%. Anderzijds was de stijging er een die te voorzien was, daar de huurverhogingen en de verhoging van de benzineaccijns in juli een bekend gegeven waren, waarvan het gewicht groot is. Het waren deze beide componenten die aan het grootste deel van de stijging debet waren. Toch reageerde de Nederlandse rentemarkt met flinke koersdalingen.

De prijsstijgingen in juli in Nederland en Duitsland (plus 1%) steken schril af bij de beperkte stijging van de consumentenprijzen met 0,2% in de Verenigde Staten. Zelfs Australië dat geruime tijd te kampen had met een inflatie van circa 8% kon over het tweede kwartaal een inflatie van 3,4% (op 12-maandsbasis) melden, bijna het laagste cijfer sedert 1970.

Herstel in recessielanden

De cijfers over de industriële productie in juli uit Engeland (plus 3%) en de VS (plus 0,5%) vormden nieuwe tekenen dat de landen die het eerst in de recessie waren beland hier weer uit omhoog krabbelen. In toenemende mate wordt overigens rekening gehouden met een slechts matig herstel. Daartegenover is in veel andere landen nog sprake van een vertraging. Voor de wereldeconomie betekent dit per saldo een vertraging van de groei van 2,8% in 1990 tot 1,5% voor dit jaar. Daar later dit jaar de neergaande lijn in de groeicijfers waarschijnlijk wordt omgebogen, verwacht de Europese Commissie voor volgend jaar een groei met 2,8%. In deze wereld-cijfers is de Sovjet-economie en die van andere voormalige Oostbloklanden niet begrepen. In Oost-Europa zal dit jaar waarschijnlijk sprake zijn van een daling van het bnp met 5 tot 15%. Volgend jaar moest de bedrijvigheid aldaar aantrekken. Voor de Sovjet-economie bestaat grote zorg. "Bij afwezigheid van duidelijk geloofwaardige vooruitzichten op belangrijke structurele hervormingen bestaat het risico dat de economische problemen van de Sovjetunie nog ernstiger worden", aldus de Europese Commissie.

Handelssurplus Japan

Het Japanse handelsoverschot dat evenals het Duitse vorig jaar scherp omlaag kwam herstelt zich inmiddels al weer krachtig. Het overschot in juli bedroeg \$ 6,7 miljard, flink meer dan

de \$ 5,3 miljard van dezelfde maand vorig jaar. Inmiddels is dit de zevende achtereenvolgende maand met een hoger overschot. De export steeg in juli met 11,1%. Daarnaast was de daling van de import uit de EG van belang. Onder meer een lagere auto-export vanuit de EG is hieraan debet. Al drie kwartalen lang stijgt het Japanse handelsoverschot met de EG maandelijks met percentages die boven de 10 liggen.

De economische groei in Japan neemt inmiddels duidelijk af. Na 3,1% groei in het eerste kwartaal was in het tweede kwartaal sprake van een groei met 0,8%.

Duits handelsoverschot lager

Nadat de Duitse handelsbalans een aantal maanden van forse tekorten te zien had gegeven, heeft juni een overschot van DM 191 miljoen opgeleverd. Nog wel veel minder dan de



DM 8,2 miljard in de vergelijkbare periode van vorig jaar, maar in ieder geval flink beter dan het tekort van DM 1,1 miljard van mei. In het eerste halfjaar steeg de import met 21%, terwijl de export met 2,5% daalde. Van het overschot van DM 64,8 miljard in de eerste helft van 1990 bleef in het eerste semester van 1991 nog maar DM 2,3 miljard over. Het overschot van de Oostelijke staten was met DM 2,6 miljard nog groter, en meer dan de DM 2 miljard die in de vergelijkbare periode van vorig jaar werd verdiend. Het was het resultaat van een fors lagere import en tevens lagere export. Een verdere exportdaling lijkt in het verschiet te liggen aangezien de exportorders in april met 32% daalden en in mei nog eens 44% lager waren. Dat de opleving van de Oostduitse economie zich nog niet aftekent moge blijken uit de daling van de industriële productie met 13,3% in mei ten opzichte van de voorgaande maand.

Opmerkelijk was overigens het gegeven dat de Duitse werkloosheid in juli flink steeg. Deze trend is al lang gaande in het Oostelijke deel waar de werkloosheid in juli uitkwam op 12,1% tegenover 9,5% van de bevoelingsbevolking in juni. Deze scher-

Valutakoersen

	1991 hoogste koers	1991 laagste koers	Koers per 2/8	Koers per 16/8
Amerikaanse dollar	2,07	1,64	1,99	1,97
Engelse pond	3,38	3,26	3,31	3,30
Duitse mark (100)	112,82	112,60	112,73	112,74
Zwitserse frank (100)	135,62	128,78	129,29	128,93
Japanse yen	149,04	125,36	144,42	144,21

pe toeneming in één maand is overigens ten dele statistisch van aard. Het aantal mensen waarvoor werktijdverkorting is aangevraagd liep terug van 1,9 tot 1,7 miljoen. Opmerkelijk was de stijging van de werkloosheid in de Westduitse staten van 5,9% in juni tot 6,3% in juli. Een ontwikkeling die de instanties aan zomerslapte toeschreven.

Staatsgreep schokt markten

De coup in de Sovjetunie beheerste de financiële markten maandag 19 augustus volledig. Slechts de dollar profiteerde van de nieuwe situatie en vervulde de rol van vluchthaven. Dit leidde tot een koersstijging met circa 8 cent tot *f* 2,06, dicht tegen de hoogtepunten van eerder dit jaar. Op de obligatiemarkten stonden de koersen onder forse druk. Zo verloren in Amsterdam de obligaties in de loop van maandagmorgen 80 cent, waardoor de rendementen voor de langstlopende staatsobligaties opliepen tot 8,95%. De koersdruk is een gevolg van het feit dat een onzekerheidspremie, die kan oplopen tot een kwart procent, in de rendementen wordt verwerkt. Wel moeten we ons daarbij realiseren dat de omwenteling in de Sovjetunie naast de onzekerheid die vooral op korte termijn heerst, op langere termijn andere aspecten meebrengt. Enerzijds zal de groei in West-Europa negatief beïnvloed worden, terwijl anderzijds de verwachte grote vraag naar westerse kapitaal voor investeringen in de Sovjetunie grotendeels achterwege zal blijven. Op langere termijn zullen de negatieve rente-effecten hierdoor van een beperktere omvang zijn.

Duitse discontoverhoging

Voor de omwenteling in de Sovjetunie werden de rentemarkten beheerst door de verwachtingen rond de uitkomsten van de eerste vergadering van de Bundesbank na de vakantie, en tevens de eerste onder voorzitterschap van de nieuwe president Schlesinger. De vraag voor de

markt was niet zozeer of er een discontoverhoging zou komen, maar wel hoe groot de verhoging zou zijn en in hoeverre deze gepaard zou gaan met een verhoging van het Lombard-tarief, de rente waartegen de Duitse banken bij de centrale bank geld kunnen lenen tegen onderpand van waardepapieren. De Duitse minister van Economische Zaken, Möllemann, waarschuwde de Bundesbank vooraf nog dat een renteverhoging de nog zeer voorzichtige groei in de Oostelijke staten zou kunnen schaden. Gegeven de onafhankelijke positie van de Bundesbank deed deze waarschuwing niets af aan de verwachting dat de discontoverhoging er toch zou komen, te meer daar de Bundesbank aan de vooravond van haar vergadering de geldmarkt verder verkrapte door een minder ruime speciale belening aan te kondigen tegen hogere tarieven. Op donderdag 15 augustus werd inderdaad een verhoging van het disconto met een heel punt tot 7,5% aangekondigd, terwijl het Lombardtariet met 0,25% werd verhoogd. Nederland volgde de verhoging in Duitsland slechts gedeeltelijk, namelijk met 0,25%, waardoor het officiële wisseldisconto op 8% en het promessedisconto op 9,25% komt. Zwitserland, België en Denemarken verhoogden hun disconto eveneens. De markten reageerden rustig, daar reeds voor een belangrijk deel was geanticipeerd op de verhogingen van de officiële tarieven. Daarnaast is de betekenis van het disconto voor de rentemarkten in Duitsland veel beperkter dan de Lombardrente, waarvan de verhoging lager was dan door veel marktpartijen verwacht.

Dollar springt omhoog

Op de valutamarkten bleven de bewegingen aanvankelijk binnen nauwe grenzen. De Amerikaanse dollar moest in de eerste helft van augustus aanvankelijk terrein prijsgeven. Enerzijds speelde een rol het feit dat veel economische cijfers er op we-

zen dat het herstel waarschijnlijk niet zo krachtig is als velen hadden gehoopt. Anderzijds wordt het renteverskil met Duitsland steeds groter, te meer daar tegenover de verdere verkrapting door de Bundesbank een versoepeling van het beleid door de FED staat. Deze verlaagde de zogenaamde FED-funds, waarmee de rente op de Amerikaanse geldmarkt gestuurd wordt, met 0,25% tot 5,5%. Mede door deze ontwikkelingen daalde de dollar de eerste week van augustus verder tot rond de *f* 1,93. Later, onder invloed van weer wat gunstiger economische cijfers en de meevallende renteverhoging door de Bundesbank en een verder afgenomen handelstekort, trad een herstel op tot *f* 1,99. Deze stijging viel echter in het niet bij de sprong naar *f* 2,06 die de dollar maandagmorgen maakte bij het bekend worden van de gebeurtenissen in de Sovjetunie.

Nederlandse obligatiemarkt

De afgelopen weken was de teneur op de internationale obligatiemarkten eerder positief. Mede dank zij de verlaging van de Fed-funds en positieve inflatiecijfers daalde in de VS het rendement op de 30-jarige treasuries tot 8,10%. In Nederland bleef de positieve trend enigszins achter bij de internationale ontwikkeling. Dit was mede te wijten aan de sterk oplopende inflatie, waarop de obligaties enkele dubbeltjes moesten prijsgeven. Hierdoor liep het verschil in rendement met de Duitse bunds op tot 0,3%. Normaal vinden bij een dergelijk rente-ecart ruilingen plaats van Duitse naar Nederlandse obligaties, waardoor het ecart weer terugloopt, maar nu bleven deze ruiltransacties uit. Desondanks daalden ook bij ons de rendementen licht tot 8,8% voor de langstlopende leningen tegen 8,9% begin augustus. Van deze rentedaling kon de Staat profiteren door aan de nieuwe 10-jarige lening een coupon van 8,75% te verbinden. Daarnaast kondigde ABN AMRO een 10-jarige achtergestelde lening aan van *f* 500 miljoen, die kan worden vergroot tot *f* 1 miljard. De coupon bedraagt 9,25%. Zoals gesteld veranderde het beeld na het weekeinde drastisch. Met het gewijzigde internationale politieke beeld zullen de komende maanden obligaties een substantieel onderdeel van de portefeuille moeten uitmaken.