

G7 steunt Rusland, Japan helpt zichzelf

Het G7-overleg in Tokio heeft geresulteerd in een steunbedrag van \$ 43,4 miljard voor Rusland. Hoewel dit op het eerste gezicht een generoos gebaar lijkt van de westerse industrielanden in de richting van het noodlijdende Rusland, was ongeveer de helft van het bedrag al in een eerder stadium toegezegd.

De financiële hulp, die gefaseerd zal worden verstrekt, is aan een aantal voorwaarden gebonden. In de eerste fase moet Rusland de politieke verplichting aangaan om een aanpassingsbeleid te voeren. Voordat de tweede fase van start gaat wordt van Rusland geëist dat maatregelen worden genomen om de inflatie te beperken. In de derde fase ten slotte wordt een pakket ter grootte van \$ 14,2 miljard uitgetrokken voor structurele hervormingen en "essentiële importen". Naast dit gezamenlijke steunpakket heeft een aantal landen bilaterale toezeggingen gedaan, waardoor het totale bedrag uitkomt op ongeveer \$ 50 miljard.

Cruciaal voor het succes van de steunoperatie is echter het referendum op 25 april. In het geval dat Jeltsin hierbij een nederlaag lijdt, moeten vraagtekens worden gesteld bij de verwachte economische hervormingen, waarmee tevens de financiële hulp minder waarschijnlijk wordt.

Tegenvallende cijfers VS

Na het sterke laatste kwartaal van 1992 duiden de recente cijfers er op dat de mate van herstel duidelijk achterblijft bij voorgaande postrecessieperioden. Met name de daling van de detailhandelsverkopen in maart met 1% op maandbasis vormde een

tegenval, terwijl de aanvankelijke 0,3%-stijging over februari werd herzien tot een daling van hetzelfde percentage. De daling gedurende twee achtereenvolgende maanden kon slechts deels worden verklaard door het slechte weer en werd gezien als een logische consequentie van het uitstekende laatste kwartaal van 1992. Daarnaast maakten de industriële productie en de bezettingsgraad in maart een pas op de plaats.

Er waren echter ook positieve berichten. Zo zijn de prijzen in maart met slechts 0,1% op maandbasis gestegen, waarmee de eerder ontstane inflatieangst (in de voorgaande maanden stegen de prijzen met respectievelijk 0,5% en 0,3%) weer grotendeels naar de achtergrond verdween.

De regering is nog steeds redelijk positief. Na een verwachte groei van 3,1% dit jaar wordt in 1994 een groei van 3,3% voorzien. Wel overweegt Clinton, in tegenstelling tot eerdere uitspraken, de invoering van een BTW, om hiermee een deel van de hervorming van het gezondheidsstelsel te financieren. Een tarief van 5% op consumptiegoederen, uitgezonderd voedsel, huisvesting en medische diensten, zou in vier jaar \$ 217 miljard op kunnen brengen.

Clinton praat yen omhoog

Voor de zoveelste maal in korte tijd heeft de dollar ten opzichte van de Japanse yen een nieuw naoorlogs dieptepunt bereikt. Oorzaak was een uitspraak van Clinton dat het Japanse handelsoverschot met de VS in de eerste plaats moet worden verlaagd door een opwaardering van de yen. In februari is het Amerikaanse handelstekort met Japan weer verder gestegen tot \$ 4,13 miljard. De dollar viel terug tot bijna 112 yen, terwijl een verdere daling tot 110 wordt verwacht.

Japans oppeppakket

In Japan is een economisch stimuleringsprogramma met een recordomvang aangekondigd. Het bedrag van 13.200 miljard yen, meer dan 210 miljard gulden, lag aanmerkelijk hoger dan algemeen was verwacht. Wanneer de cosmetische kanten van het programma weggenomen worden resteert altijd nog een stimulant ter grootte van 1,8% van het bnp. Naast een versnelde uitvoering van openbare werken en extra bedragen voor

deze sector, worden grote bedragen geïnvesteerd in de sociale infrastructuur.

Volgens de regeringsfunctionarissen komt hiermee de groei-doelstelling van 3,3% van de regering binnen bereik. Meer onafhankelijke economieën zijn evenwel terughoudender over de groeivoorzichten van de Japanse economie en de meest optimistische zien ten hoogste een groei van 2,5%.

De timing van het economisch stimuleringsprogramma kon nauwelijks beter: direct aan de vooravond van de kennismaking van de Japanse premier Miyazawa met President Clinton en van het G7-overleg in Tokio. Tevens werd de aandacht enigszins afgewend van het bij de Amerikanen zo gevoelige Japanse handelsoverschot.

In het afgelopen begrotingsjaar, dat eind vorige maand werd afgesloten, is het handelsoverschot uitgekomen op \$ 111 miljard (24% hoger dan voorgaand jaar). Dit bedrag komt ongeveer overeen met de grootte van het stimuleringspakket. Met name door het inzakken van de binnenlandse vraag laat het handelsoverschot al gedurende 27 achtereenvolgende maanden een stijging zien. Daarnaast zorgt de recente sterke stijging van de Japanse yen ervoor dat de Japanse export, wanneer deze wordt omgerekend in dollars, nog eens extra stijgt.

Duitse consumptie stagneert

De detailhandelsverkopen in februari lagen maar liefst 8% lager dan een jaar geleden. Hiermee lijkt de 10%-daling in januari meer dan een incidentele tegenval, die aanvankelijk werd geweten aan het feit dat de consumenten vooruitlopend op de BTW-verhoging per 1 januari hun aankopen een maand hadden vervroegd. Meest desastreus was de 20% lagere verkoop van auto's en auto-onderdelen. De orderontvangsten in de verwerkende industrie voorspellen wat dit betreft weinig goeds: in februari lagen deze 13,6% onder het niveau van vorig jaar. De daling van de werkloosheid van 8,3% in februari tot 8% in maart is daarbij opvallend. In Oost-Duitsland daalde de werkloosheid eveneens van 16,2% tot 15,7%. Volgens het arbeidsbureau is deze werkloosheidsdaling volledig te danken aan seizoensinvloeden.

Het Duitse onderzoeksinstituut IW verwacht voor de Westduitse economie dit jaar een teruggang van 1,5%, maar stelt dat dit alleen kan worden gehaald als de rente verder daalt, de bedrijfswinsten stijgen en het investeringsklimaat verbetert. Indien deze zaken achterwege blijven, kan de recessie dieper en langer uitpakken.

Hoopvolle tekenen uit het VK

Vanuit het Verenigd Koninkrijk worden de signalen steeds duidelijker dat de meer dan twee jaar durende recessie is overwonnen. Opmerkelijk is de scherpe stijging van de productiviteit, waarvan inmiddels al enkele kwartalen sprake is. Dit, gevoegd bij de devaluatie van het pond, heeft geleid tot een sterke verbetering van de internationale concurrentiepositie van het Britse bedrijfsleven. Een verbetering die volgens veel waarnemers opweegt tegen de stagnerende vraag, vooral vanuit het Europese continent. Positief is ook het herstel van de orderboeken en de stijging van de industriële produktie. Deze lag in februari zowel op maandbasis (1,6%) als op jaarbasis (1,7%) aanmerkelijk hoger dan was verwacht.

Een bedreiging voor het zo prille economisch herstel kan evenwel de prijsontwikkeling vormen. Tot op heden heeft het bedrijfsleven de kostenstijgingen ten gevolge van de hogere invoerprijzen nauwelijks doorberekend in de consumentenprijzen. Wel is de onderliggende inflatie, waarin de invloed van de hypotheektarieven niet wordt meegenomen, gestegen van 3,2% in februari tot 3,5% in maart.

Sterling wint aan kracht

De belangstelling voor het pond sterling hield aan. De tekenen die wijzen op een herstel van de economie hebben de belangstelling opgewekt en de koers heeft zich inmiddels behoorlijk hersteld met een stijging in de richting van de f 2,80. Aangezien de reële rente in Engeland hoger is dan in veel andere Europese markten wordt de munt door sommige waarnemers aantrekkelijk geacht, temeer daar de recessie ten einde lijkt te zijn.

Nederland en Frankrijk

Frankrijk en Nederland hebben over maart met respectievelijk 2,2% en 2,3% nagenoeg eenzelfde prijsstij-

ging laten zien. Beide cijfers steken zeer gunstig af bij de geaggregeerde inflatie voor de OESO-landen, die in de eerste twee maanden van dit jaar op 3,0% is blijven liggen.

Voor Frankrijk vormde de 2,2%-stijging en met name de 0,5% op maandbasis overigens een lichte tegenvaller, aangezien hiermee de inflatie iets hoger is uitgekomen dan de voorgaande maand. Gezien de zwakke staat van de economie hoeft echter niet gevreesd te worden voor een sterk oplopende inflatie. Wel kunnen de plannen van de regering om de indirecte belastingen te verhogen de dalende inflatietrend vertragen. Overigens is de groei over het vorig jaar, die aanvankelijk was berekend op 1,8%, herzien tot slechts 1,2%, nog altijd het dubbele van de groei in 1991.



**F van Lanschot
Bankiers nv**

SINDS 1737

In Nederland heeft de inflatie juist de dalende trend onverminderd voortgezet. Van 2,9% in december via 2,5% en 2,4% in januari en februari tot 2,3% in de voorgaande maand. Op maandbasis lag de inflatie op 0,4%. Een tegenvaller vormt de ontwikkeling van het aantal banen. In 1992 viel de groei hiervan terug tot 48.000, wat de laagste stijging was in 8 jaar.

Lagere tarieven in Europa

In Europa heeft een groot aantal centrale banken in de eerste helft van april de beleningstarieven verlaagd. Een onderscheid kan hierbij worden gemaakt tussen de landen in het DM-blok en de landen erbuiten. Binnen het DM-blok dicteert de Bundesbank het renteverlagingsproces. In uiterst kleine stapjes is het tarief op de twee-weekse Pensionsgeschäfte verlaagd tot inmiddels 8,11%. De kracht van de Nederlandse en Belgische valuta's heeft de mogelijkheid geboden om een zekere voorsprong te nemen op

het beleid van de Bundesbank, waardoor de beleningstarieven in beide landen op dit moment al onder de 8% noteren. Ook de geldmarktstarieven in Nederland en België liggen overigens onder het vergelijkbare Duitse tarief.

Buiten het DM-blok maakten de centrale banken van achtereenvolgens Ierland, Denemarken en Frankrijk gebruik van de afgenomen spanningen in het EMS door eveneens de beleningstarieven te verlagen. Voor Denemarken staat evenwel het tweede referendum over het Verdrag van Maastricht op de agenda. Wanneer de Deense bevolking voor de tweede maal het Verdrag zou afwijzen, zou dit wel eens het einde van de Deense deelname aan het EMS kunnen betekenen.

Vertrouwen in Franse regering

Na de Franse verkiezingen eind maart, waarbij de socialisten een belangrijke nederlaag moesten incasseren, hebben de financiële markten uiting gegeven aan hun vertrouwen in de nieuwe centrum-rechtse regering. De rente op de geld- en kapitaalmarkten heeft een sterke daling laten zien, terwijl de Franse frank aan kracht heeft gewonnen. De markten liepen daarbij vooruit op renteverlagingen door de Franse centrale bank, welke al min of meer waren beloofd door de nieuwe minister van economische zaken, Alphant. De uitvoering van de verlaging van het vijfdaags beleningstarief van 12% tot 10% zorgde dan ook voor weinig verrassingen. Vervolgens is ook het belangrijkste interventietarief verlaagd van 9,1% tot 8,75%.

Behalve dat verdere renteverlagingen in het vooruitzicht werden gesteld, zal ook de Banque de France politiek onafhankelijk worden gemaakt, zodat een met Nederland en Duitsland vergelijkbare positie van de centrale bank wordt gecreëerd.