

Betalingsbalansonevenwichtigheden: financiering of aanpassing?

In de jaren tachtig zijn grote mondiale onevenwichtigheden ontstaan op de lopende rekeningen van de betalingsbalansen. De indruk bestaat dat zolang de tekorten of overschotten makkelijk financierbaar zijn, er niets aan de hand is. De onevenwichtigheden hebben echter de neiging steeds groter te worden en kunnen aanleiding geven tot protectionisme. Daarnaast kan hierdoor de stabiliteit van wisselkoersen in gevaar komen en wordt de effectiviteit van het monetaire beleid verminderd. Het is dan ook van groot belang het economische beleid te blijven richten op vermindering van de onevenwichtigheden.

DRS. A.C.F.J. HOUBEN*

Lopende-rekeningtekorten zijn in de afgelopen jaren vrijwel geruisloos gefinancierd. De voortschrijdende liberalisatie van het kapitaalverkeer heeft aan dit proces zeker bijgedragen. Dit wekt de indruk dat bij de beleidsbepaling geen prioriteit hoeft te worden verleend aan maatregelen om de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden te redresseren. In een recente publikatie stelt de Amerikaanse econoom Makin dat de nadruk niet zozeer hoeft te liggen op beleidsaanpassingen die de onevenwichtigheden zouden kunnen verkleinen, alswel op een vlotte financiering van de tekorten¹. In een in juni uitgebracht interimrapport aan minister van Financiën Hashimoto, komt een Japanse adviescommissie tot een soortgelijke conclusie: "The existence of current account imbalances may not be a special problem as long as smooth financing is ensured from the countries with surpluses to those with deficits".

Ondanks de op het eerste oog vergaande financierbaarheid van tekorten in het lopende verkeer zouden aanpassingsinspanningen prioriteit moeten genieten. Uitstel hiervan vergroot namelijk de risico's verbonden aan de huidige onevenwichtigheden.

Voor een beleid gericht op terugdringing van aanzienlijke saldo's op de lopende rekening zijn vier hoofdredenen aan te voeren. Bij uiteenlopende externe posities van landen is sprake van zichzelf versterkende elementen. Verder kunnen tekorten en overschotten schadelijke gevolgen hebben voor de wisselkoersstabiliteit, het vrije handelsverkeer en de effectiviteit van het monetaire instrumentarium.

Onevenwichtigheden van lopende rekeningen

De huidige substantiële onevenwichtigheden op de lopende rekeningen zijn in de meeste industriële landen ontstaan in de jaren tachtig (zie tabel 1). In de eerste helft van dit decennium ging de aandacht met name uit naar de lopende-rekeningontwikkelingen van de G-3 (het tekort in de Verenigde Staten, de overschotten in Japan en de Bondsrepubliek Duitsland): de gemiddelde relatieve om-

vang van deze saldo's was dan ook verscheidene malen groter dan in de daaraan voorafgaande decennia. In de tweede helft zijn de relatief omvangrijke onevenwichtigheden in de kleinere landen steeds meer bij de aanpassingsanalyses betrokken. In het Verenigd Koninkrijk, Canada, Spanje en Australië ontstonden grote tekorten. Zwitserland, Nederland, België en de Zuidoostasiatische economieën Zuid-Korea, Taiwan, Singapore en Hongkong kenden groeiende overschotten op hun lopende rekening.

Ofschoon in 1989 verkleining van de saldo's van Japan en de VS optrad, wijzen de meeste voorspellingen niet op een belangrijke vermindering van de mondiale onevenwichtigheden in de komende jaren. Alleen Duitsland vormt een uitzondering. De vereniging met de DDR zou tot een significante reductie van het overschot kunnen leiden.

De onevenwichtigheden versterken zich

Uitstel van beleid gericht op vermindering van de onevenwichtigheden leidt niet tot een bevestiging van de lopende-rekeningsaldo's op hun huidige niveau, maar tot een gestaag verder uiteenlopen van de externe posities. De onevenwichtigheden zullen toenemen. Dit heeft twee oorzaken. De bestaande tekorten en overschotten veroorzaken omvangrijke tegengestelde kapitaalstromen. Deze leiden in volgende jaren tot rentevergoedingen over de aangegane vorderingen of verplichtingen. De tekorten en overschotten zullen uit dien hoofde jaarlijks met deze interestkosten toenemen. Verder is in de landen met onevenwichtigheden momenteel sprake van een aanzienlijke kloof tussen de absolute grootte van de in- en uitvoer. Als deze

* De auteur is werkzaam als beleidsmedewerker bij de afdeling Internationale Zaken van de Nederlandsche Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Dank is verschuldigd aan drs. A.F.P. Bakker, drs. J.W. van der Kaaij, en drs. C. Voormeulen voor hun waardevolle commentaar op eerdere versies van dit artikel. 1. J. Makin beweert dat er niet eens betalingsbalansonevenwichtigheden zijn: 'They are not ... imbalances, but rather sustainable flows that reflect the generation of intertemporal gains from trade', in: *International 'Imbalances': the role of exchange rates*, The Amex Bank Review Special Papers, november 1989, blz 11.

(ongelijke) handelscomponenten beide met een zelfde groeivoet toenemen, zal het saldo eveneens stijgen. Zo kwam de procentuele toeneming van het Duitse invoervolume in 1988 ongeveer overeen met die van de uitvoer, maar tegelijkertijd ontstond een aanzienlijk hoger handelsoverschot. Deze 'gap factor' moet derhalve worden overwonnen voordat de onevenwichtigheden zullen kunnen verminderen.

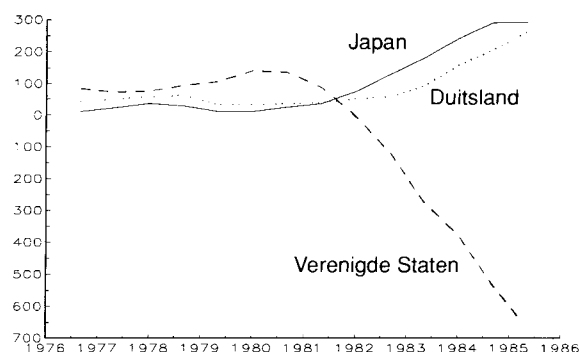
Het zichzelf versterkende karakter van de onevenwichtigheden betekent dat zelfs als wordt gestreefd de lopende-rekeningsaldo's niet verder te laten toenemen er dan nog sprake moet zijn van aanpassingsbeleid. Zelfs als slechts wordt gestreefd naar een stabilisering van de huidige lopende-rekeningsaldo's is aanpassingsbeleid noodzakelijk. Aanpassingen in het goederen- en dienstenverkeer zullen ruimte moeten scheppen voor de toeneming van de rente-opbrengsten c.q. -betalingen. Zo impliceert een stabilisatie van het huidige lopende-rekeningtekort in de Verenigde Staten dat het tekort binnen naar schatting acht jaar louter zal bestaan uit netto rentebetalingen. Het totaal van de overige onderdelen van het lopende verkeer (waarop in 1989 een tekort van \$ 70 mrd. werd geboekt) zal tegen die tijd dus in evenwicht moeten zijn.

Gevaren voor de wisselkoersstabiliteit

In een goed functionerend internationaal monetair stelsel is sprake van relatief stabiele wisselkoersen. Ze dienen als kompas voor de handelsstromen. De verwachting dat de huidige betalingsbalansonevenwichtigheden zullen blijven bestaan doet de vraag rijzen of deze steeds weer zullen worden gefinancierd tegen de geldende stand van de wisselkoersen, zodat de wisselkoersstabiliteit gehandhaafd kan blijven.

Daartoe zullen de tekorten en de daaraan gekoppelde schuldratio's, over een langere termijn bezien 'houdbaar' moeten zijn. Ofschoon het onmogelijk is een exacte kwantificering te geven van de grens aan de financierbaarheid van een extern tekort, is het wenselijk enige precisering in de term 'langdurig houdbaar' aan te brengen. Dit geeft een indicatie van de aanpassing die plaats zal moeten vinden voordat sprake kan zijn van een relatief evenwichtige situatie. Daarbij kunnen in ieder geval de volgende twee benaderingen worden onderscheiden. Ten eerste kan worden berekend welke omvang van een lopende-rekeningtekort automatisch zou kunnen worden gefinancierd door autonome kapitaalstromen. Een tweede methode is het calculeren van de omvang van het tekort die leidt tot een

Figuur 1. Netto buitenlandse activa (in \$ mrd.)



stabilisatie van de buitenlandse schuld (in procenten van het bnp). Indien sprake is van een groter tekort zal immers, te zamen met de stijgende schuldquote, het gevaar toenemen dat een land in moeilijkheden geraakt bij het voldoen aan zijn schuldendienstverplichtingen.

De eerste benadering van de houdbaarheid van lopende-rekeningoevenwichtigheden kan worden gekwantificeerd met de portefeuilletheorie. Er ontstaat dan een zorgwekkend beeld. Uitgangspunt daarbij is dat buitenlandse beleggers niet bereid zullen zijn onbepaalde hoeveelheden vorderingen op tekortlanden te accumuleren. Veronderstellend dat de valutasamenstelling van de (groeïende) mondiale portefeuille ongewijzigd blijft, kan worden berekend hoe groot de toekomstige vraag naar schuldtitels in een bepaalde valuta dan zal zijn. Dit geeft aan welk gedeelte van een tekort gefinancierd zou kunnen worden door autonome kapitaalstromen naar een land. Op deze wijze heeft een recente OESO-studie aangetoond dat bij een gelijkblijvend dollaraandeel in de mondiale portefeuille, slechts naar schatting de helft van het Amerikaanse tekort autonoom zal worden gefinancierd². In 1989 zou een spontane netto kapitaalinstroom van circa \$ 57 mrd. overeen zijn gekomen met een constant dollaraandeel. Naarmate de financiële markten buiten de VS aan omvang en liquiditeit winnen zullen internationale beleggers echter vermoedelijk hun dollaraandeel willen inkrimpen. Zo zal de voortschrijdende deregulering en integratie van de financiële markten in Europa de kans op verdergaande diversificatie van portefeuilles vergroten en daarmee de aantrekkelijkheid van dollarbeleggingen enigszins doen tanen. Dit geeft aan dat deze schatting voor de toekomstige autonome financierbaarheid van het Amerikaanse tekort zelfs aan de hoge kant zou kunnen zijn.

Een tweede manier om de langdurige houdbaarheid van een extern tekort te kwantificeren, is door deze te relateren aan de ontwikkelingen van de buitenlandse schuld. De scheefgroei in de lopende rekeningen in de jaren tachtig heeft immers geleid tot aanzienlijke, en nog steeds toenemende, buitenlandse schulden in de tekortlanden en omvangrijke vorderingen in de overschotlanden (zie figuur 1). Zo zijn de Verenigde Staten in de jaren tachtig van het rijkste land, gemeten in netto buitenlandse activa, afgegleeden tot 's werelds voornaamste schuldenland. Inmiddels is de netto Amerikaanse schuld ruim tweemaal die van de schuldenlanden Argentinië, Brazilië en Mexico te zamen.

Ervan uitgaande dat het saldo op de lopende rekening bij benadering overeenkomt met veranderingen in de nationale vermogenspositie, kan worden berekend bij welke

Tabel 1. De lopende rekening van de betalingsbalans

	Miljarden dollars					% bnp/bbp		
	1980	1985	1987	1988	1989	1980	1985	1989
VS	1,1	-122,3	-162,3	-128,9	-110,0	0,0	-3,0	-2,1
VK	7,3	4,8	-7,4	-26,7	-31,2	1,4	0,9	-3,9
Can.	-1,0	-1,5	-7,1	-8,3	-16,7	-0,4	-0,4	-3,0
Spanje	-5,1	2,9	-0,2	-3,8	-11,6	-2,4	1,8	-3,1
Austr.	-4,1	-8,9	-8,4	-10,1	-15,7	-2,7	-5,6	-5,7
Totaal	-1,8	-125,1	-185,4	-177,8	-185,2	0,0	-2,4	-2,5
Japan	10,8	49,2	87,0	79,6	57,2	-1,0	3,6	2,0
Duitsl.	13,8	17,1	46,1	50,5	55,5	-1,7	2,6	4,6
Ned.	-2,8	5,3	3,4	5,6	8,0	-1,6	4,2	3,4
Zwitsl.	-0,6	5,0	7,6	8,4	6,0	-0,5	5,4	3,2
België	-4,9	0,7	2,8	3,6	3,5	-4,1	0,9	2,3
NIE ^a	-9,0	10,2	31,2	28,8	20,3	-5,1	5,0	4,6
Totaal	41,8	87,5	178,1	176,5	150,5	-1,8	3,9	3,3

a. De Newly Industrialising Economies (NIE's) zijn: Zuid Korea, Taiwan, Singapore en Hongkong.

2. Zie B. Barenco, *The dollar position of the non-US private sector, portfolio effects and the exchange rate of the dollar*, OESO Working Paper, nr. 76, februari 1990.

grootte (in % bnp) een lopende rekening tot een stabilisatie van de buitenlandse schuld- of vorderingenquote leidt.

De relatieve omvang van een lopende rekening die leidt tot een stabiele quote hangt af van de nominale bnp-groei en van de netto vermogenspositie van dat land. Voor ieder van de G3-landen is in figuur 2 met een lijn weergegeven bij welke combinatie van nominale groei en lopende rekening de quote zich stabiliseert. Voor de overschotlanden Japan en Duitsland geldt dat een combinatie boven deze lijn zal resulteren in een oplopende quote, terwijl een combinatie onder de lijn tot een afbouw van de relatieve vermogenspositie leidt. Voor het tekortland de VS geldt het omgekeerde. Tevens zijn in figuur 2 de punten weergegeven waar deze drie landen zich in 1989 bevonden. Duidelijk is dat in alle drie landen, en vooral in Duitsland, verstrekkende aanpassingen zullen moeten plaatsvinden om de netto vermogensposities hooguit even snel te laten toenemen als de bnp-groei, zodat een stabilisatie of verkleining van de schuld- en vorderingsposities optreedt.

Beide richtlijnen geven aan dat de langdurig houdbare externe posities aanmerkelijk kleiner zijn dan de huidige onevenwichtigheden. Op zich is een tijdelijke afwijking van het evenwichtspad niet verontrustend. Er kan sprake zijn van incidentele maatschappelijke noden of bijzondere demografische ontwikkelingen, zoals vergrijzing. Hierdoor kunnen tijdelijke lopende-rekeningtekorten ontstaan. Een tekort kan ook het gevolg zijn van een versnelde investeringsgroei. Maar op termijn moet een tekort en de daarmee samenhangende schuldpositie houdbaar zijn.

Zodra marktpartijen het vertrouwen in het aanpassingsbeleid verliezen en een tekort niet meer door spontane kapitaalstromen wordt gefinancierd, worden hoge eisen aan het interventie- en rentebeleid gesteld. Dit beleid moet de wisselkoersontwikkeling van de betrokken munt in goede banen zien te leiden³. De interventies (ter waarde van bijna \$ 120 mrd., ofte wel ruim 80% van het Amerikaanse lopende-rekeningtekort) die in 1987 nodig waren om de dollardepreciatie geleidelijk te doen plaatsvinden, zijn een goede illustratie van de inspanningen die nodig kunnen zijn. De centrale banken proberen met corrigerende maatregelen te voorkomen dat bepaalde valuta's sterk of abrupt depreciëren en anderen appreciëren. Maar naarmate de onevenwichtigheden voortduren, de schuldposities van tekortlanden verder toenemen, het kapitaalverkeer aan minder restricties onderhevig is en de wisselkoerscorrecties langer uitblijven, zal het voor centrale banken steeds moeilijker worden om met succes corrigerende maatregelen te nemen. De ruimte voor deze corrigerende maatregelen is als gevolg van de monetaire repercussies beperkt. Bovendien zullen op korte termijn J-curve effecten de indruk van onhoudbaarheid accentueren en kunnen de financiële

markten geneigd zijn de valuta's hun evenwichtswaarde te laten passeren⁴.

Opleving van protectionisme

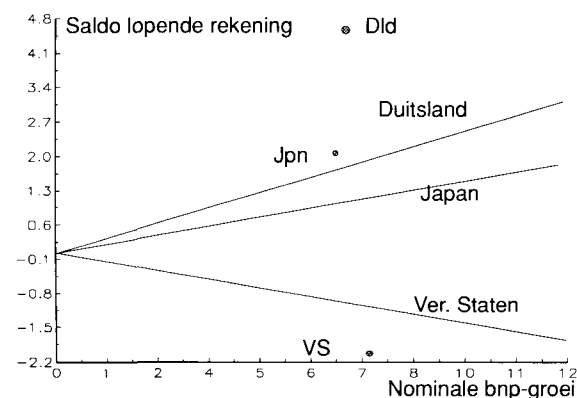
Grote tekorten op de lopende rekening doen de roep om protectionisme toenemen. Vooralsnog worden de negatieve gevolgen van handelsrestricties aan het oog onttrokken door de levendige wereldhandel, maar de opmars van vrijwillige exportbeperkingen en 'local content'-bepalingen spoort tot nadenken. Een UNCTAD-onderzoek uit 1988 wees al op deze toenemende handelsprotectie: zo zou het aandeel van de niet-olievoer van de OESO-landen dat is beschermd door niet-tariffaire maatregelen zijn opgelopen van 19% in 1982 tot 23% in 1987 en zouden het aantal 'vrijwillige' uitvoerbeperkingen in de negen maanden tot mei 1988 zijn gestegen van 135 tot 253⁵. De Amerikaanse Handelswet uit 1988, met de super-301-procedure voor vergeldingsmaatregelen tegen vermeende oneerlijke handelspartners, is tekenend voor de mate waarin bilaterale akkoorden de multilateraliteit van GATT-afspraken ondermijnen. Volgens deze handelswet kunnen de Verenigde Staten thans eenzijdige stappen nemen zonder eerst toestemming aan te vragen bij de 96 lidstaten sterke GATT. Deze organisatie heeft dan ook recentelijk uitgesproken dat het grote Amerikaanse tekort van de afgelopen jaren de binnenlandse druk voor verdergaande handelsrestricties heeft vergroot. Bovendien is er bij de invoering van 'tijdelijke' bescherming voor de binnenlandse industrie dikwijls sprake van een 'ratchet'-effect, waardoor na verwijdering van de motieven die oorzaak waren voor de invoering, de beschermingsconstructies veelal met vertraging of geheel niet worden ontmanteld.

Onevenwichtige handelsverhoudingen doen niet alleen de protectionistische druk in het handelsverkeer toenemen, maar vermoedelijk ook in het kapitaalverkeer (met name op het terrein van de directe investeringen). Het volgende voorbeeld kan illustratief zijn. Zoals eerder aangegeven zal een stabilisatie van de lopende-rekeningsaldo's en de economische groei op den duur leiden tot een stabilisatie van de netto vermogenspositie (in procenten van het bnp). Indien het externe saldo en de groei op het huidige niveau blijven, zal dit in Japan bij voorbeeld leiden tot een stabilisatie van het netto buitenlands actief op vijf maal het huidige relatieve niveau. In het licht van de strubbelingen die zich nu in Amerika reeds voordoen bij Japanse directe investeringen, is het aannemelijk dat vergroting van de Japanse buitenlandse bezittingen op deze schaal ook tot protectionistische maatregelen kan leiden in de kapitaalstromensfeer⁶.

Implicaties voor het monetaire beleid

De vigerende betalingsbalansonevenwichtigheden bemoeilijken eveneens het monetaire beleid. De aanzienlijke toe- of afvoer van liquiditeiten uit hoofde van het lopende verkeer (in de Bondsrepubliek Duitsland was in ieder van de afgelopen vier jaren bij voorbeeld sprake van een liquiditeitstoevoer in het lopende verkeer van circa 8% M3, bij een monetaire norm onder de 6%) dient dan ook gepaard

Figuur 2. Saldo lopende rekening bij stabiele schuldquote (als % van het bnp)



3. S. Marris heeft de risico's van een 'hard-landing' van de dollar omschreven in *Deficits and the dollar: the world economy at risk*, Institute for International Economics, december 1985.

4. Beschreven in R. Freeman, *J-curves and the stability of the foreign-exchange market*, International finance discussion papers, nr. 198, januari 1982.

5. UNCTAD, *Protectionism and structural adjustment*, Geneva, 1988.

6. De Japanse centrale bank zegt over de opwaartse trend in de buitenlandse investeringsactiviteiten van Japanse ondernemingen: "Such trends could endanger the free trade system, thereby having negative implications for the world economy as well as the adjustment of global imbalances", *Quarterly Economic Outlook*, The Bank of Japan, winter 1990, blz 20.

te gaan met tegengestelde stromen in het kapitaalverkeer. Alleen dan is voor landen met grote tekorten of overschotten een beheerste monetaire ontwikkeling mogelijk. In overschotlanden kunnen zich hierdoor echter beleidsdilemma's voordoen. Een uitbundige monetaire expansie is moeilijk door renteverhogingen in te perken voor zover deze, bij reeds omvangrijke liquiditeitstoevoer uit het buitenland uit hoofde van het lopende-rekeningoverschot, de compenserende kapitaaluitvoer afremt.

In tekortlanden waar de binnenlandse vraag moet worden afgeremd, zal zich een ander probleem voordoen. De inzet van het monetaire beleid in de bestedingsbeperking zal in deze landen liquiditeitstoevoer en appreciatie van de betrokken munt uitlokken. Dit zal additionele invoer aanmoedigen en de scheefgroei in de betalingsbalansverhoudingen verergeren. Om dit te vermijden zullen tekortlanden de overbesteding vooral te lijf moeten gaan met een restrictiever budgettair beleid.

De substantiële lopende-rekeningsaldo's maken derhalve, te zamen met de vrijmaking van het kapitaalverkeer, een juiste samenstelling van de 'policy mix' nog belangrijker. Eenzijdige hantering van het monetaire instrumentarium zal in tijden van hoogconjunctuur in overschotlanden een excessieve expansie moeilijk kunnen intomen en in tekortlanden averechtse wisselkoersappreciatie teweegbrengen of gewenste depreciatie uitstellen. De inzet van andere beleidsinstrumenten, met name het begrotingsbeleid, kan in dergelijke dilemmasituaties soelaas bieden. Dit kan tevens helpen voorkomen dat, zoals dat voor de drie voornaamste valuta's in de eerste drie kwartalen van 1989 het geval was, inverse wisselkoersontwikkelingen plaatsvinden die vooruitgang in het betalingsbalansaanpassingsproces tegenwerken.

Slechte redenen voor uitstel van aanpassingen

Eén van de basisgedachten achter het Britse overheidsbeleid van de afgelopen jaren is dat een lopende-rekeningtekort, mits niet door de overheid veroorzaakt, zichzelf corrigeert⁷. Zodra de particuliere sector ervaart dat er te veel is geleend, zouden de uitgaven worden beteugeld ten einde de besparingen te vergroten en evenwicht op de lopende rekening te genereren⁸. Op soortgelijke wijze worden de lopende-rekeningonevenwichtigheden soms gebatelleerd door vergelijkingen te trekken met het tijdperk van de Gouden Standaard. Toen deden zich relatief grote en langdurige betalingsbalansonevenwichtigheden voor en kon het kapitaalverkeer eveneens vrijwel onbeperkt plaatsvinden. Zo had Canada in de periode 1883-1913 een tekort op de lopende rekening van gemiddeld 8% bnp, terwijl het Verenigd Koninkrijk in dezelfde tijdspanne een overschot had van gemiddeld 5% bnp⁹.

Deze redeneringen gaan voorbij aan enkele belangrijke overwegingen. Ten eerste is het onjuist te veronderstellen dat een fors lopende-rekeningtekort pas kwaadaardig is wanneer de oorzaak bij vraagstimulering door de overheid ligt. Essentieel is immers niet wie het tekort veroorzaakt, maar of de geleende middelen goed worden aangewend. Op termijn moeten de opgebouwde schulden kunnen worden afgelost, zonder dat wordt vastgelopen op de buitenlandse rente- en aflossingsbetalingen. De houdbaarheid van een extern tekort hangt derhalve af van de rentabiliteit van de achterliggende investeringen. De ontstane tekorten in landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn dan ook vooral zorgwekkend, omdat zij de weerspiegeling zijn van een dalende nationale spaarquote en niet van een verhoogde investeringsactiviteit.

Voorts is het niet geheel juist parallellen te trekken tussen de huidige ontwikkelingen en die welke tijdens de

Gouden Standaard plaatsvonden, omdat thans sprake is van flexibele (in het geval van het EMS vaste doch aanpasbare) wisselkoersen. De uiteenlopende betalingsbalansverhoudingen konden immers in het Gouden-Standaard-tijdperk niet tot grillige wisselkoersbewegingen leiden. Zolang de waarde van valuta's in belangrijke mate wordt bepaald door het marktsentiment en munten niet definitief aan elkaar zijn vastgeklonken, zullen grote en hardnekkige onevenwichtigheden forse wisselkoers- en renteschommelingen kunnen uitlokken. Indien de geschiedenis ons hier een les kan leren is het een andere. Zowel de Gouden Standaard als het Bretton-Woodsstelsel gingen ten onder omdat de betalingsbalansonevenwichtigheden onhoudbaar waren geworden en overheden niet bereid waren vergaande maatregelen te treffen om de vaste wisselkoersverhoudingen te ondersteunen.

Slotbeschouwing

Achter het voortbestaan van omvangrijke externe onevenwichtigheden gaan gevaren schuil. Bij het uitblijven van corrigerende maatregelen dreigen de tekorten en overschotten in zichzelf versterkende spiralen te geraken. De roep om protectionistische maatregelen wordt luider en de fundamenten van de huidige relatieve wisselkoersstabiliteit worden ondermijnd. Bovendien kunnen aanmerkelijke complicaties optreden bij het voeren van een effectief monetair beleid. Het is derhalve voor de stabiliteit van het internationale stelsel van groot belang dat landen die met substantiële saldi op de lopende rekening kampen beleidswijzigingen treffen om een terugkeer naar evenwicht te bespoedigen. Aangezien de overschotlanden in het huidige klimaat van hoogconjunctuur dichtbij de capaciteitsgrenzen verkeren, en een expansie van de vraag in deze landen alras zou uitmonden in overspanning en inflatie, zal de aanpassingsimpuls vooral van de tekortlanden moeten komen. In de tekortlanden zal bestedingsaanpassing, met name door het entameren van een gunstiger saldo op de overheidsbegroting, de lopende rekening versterken. Pas wanneer door binnenlandse bestedingsbeperking capaciteitsruimte vrijkomt, kan geleidelijke depreciatie van de eigen munt verdere reductie van het externe tekort teweegbrengen. Dit zou de export-georiënteerde industrie kunnen stimuleren, zonder daarbij aanleiding te geven tot excessieve inflatoire druk.

In de Europese landen die aan het EMS deelnemen bestaan nauwelijks mogelijkheden meer om het wisselkoersinstrument te hanteren om de lopende rekening te redresseren, zeker nu de Economische en Monetaire Unie (EMU) voor de deur staat. Aanpassing van de betalingsbalans zal volledig moeten worden bereikt door veranderingen aan te brengen in de binnenlandse spaar- en investeringsverhoudingen.

Aerdt Houben

7. Trade gaps good and bad, *The Economist*, oktober 7, 1989.

8. Tijdens de jaarvergadering van het IMF en de Wereldbank in september 1989 stelde de toenmalige Britse Minister van Financiën Lawson dat "The Government continues to run a large budget surplus, but the fall in private savings and the growth in private investment have meant the emergence of a substantial current account deficit. In time, the growth of domestic demand will fall below the growth of output, and the current account deficit will begin to diminish. In the meantime, the deficit can be readily financed."

9. T. Bayoumi, *Saving-investment correlations: immobile capital, government policy or endogenous behaviour?*, IMF Working Paper, augustus 1989.