

De conjunctuur in 1987

De economische groei was in de OECD-landen in 1986 ongeveer 2,5% tegenover nog 3% in 1985. De verdere daling van de rente, het ineensstorten van de olieprijs en het opnieuw lagere prijsniveau van de overige grondstoffen bleken niet voldoende om in de industrielanden het economische groei-gevoel vast te houden, terwijl dit toch zo noodzakelijk werd geacht in het kader van de aanpak van het schuldenprobleem zoals die door de Amerikaanse minister van Financiën, Baker, was geformuleerd. Ook in andere opzichten lijkt 1986 een verloren jaar. Het tekort van de Amerikaanse federale overheid was groter dan ooit en de bestaande handelsovereenkomsten tussen de VS en zijn belangrijkste handelspartners werden nog versterkt. Opgeschikt waren slechts de voortdurende daling van de inflatie en een licht afnemende werkloosheid duidelijke lichtpunten. Opgeschikt, want ondanks de eveneens wat magere groei-vooruitzichten is het risico op plotselinge verstoringen duidelijk afgenomen, zodat er nog geen einde in zicht is van de huidige fase van gematigde economische groei.

De ontwikkelingen in 1986

De lichte groeivertraging in de OECD-landen was de resultante van weinig opzienbarende prestaties in de meeste industrielanden en een terugval van de groei in een klein aantal andere, waarvan Japan en Australië en – in mindere mate – het Verenigd Koninkrijk (VK) en Canada de voorname zijn. De oorzaak van deze ontwikkeling was niet in alle landen dezelfde.

Japan had te lijden onder een scherpe appreciatie van zijn munt ten opzichte van de dollar en de valuta's van zijn belangrijkste concurrenten in de regio. Daardoor daalde het exportvolu-

me en steeg het importvolume. De binnenlandse vraag kon deze negatieve impuls niet voldoende compenseren om het hoge groeitempo vast te houden, te meer daar de bijdrage van de overheid beperkt bleef. Het VK en Canada daarentegen ondervonden de nadelige gevolgen van de lagere olieprijs. Het afgeleide effect van het vrijwel wegvallen van investeringen in de energiesector was mogelijk nog van grotere invloed op de ontwikkeling van het bruto nationale product (bnp) dan de daling van de olieopbrengsten zelf. Australië ten slotte zag een dringend noodzakelijk restrictief overheidsbeleid samenvallen met een voortdurende daling van de grondstofprijzen. Aangezien de export grotendeels uit grondstoffen bestaat, had dit sterke negatieve implicaties.

In de overige landen bleef de groei wel redelijk op peil, maar toch bracht 1986 niet helemaal wat door velen was gehoopt. Zo bleef in de VS de conjunctuur gedragen door de binnenlandse vraag, met name door de particuliere consumptie, terwijl de externe sector de groei zelfs afremde, de waardevermindering van de dollar ten spijt. In de Westeuropese landen had deze waardevermindering wel invloed: de uitvoer werd afgeremd en de invoer sterk bevorderd, maar de stijging van de binnenlandse vraag bleef hier in tegenstelling tot Japan wel voldoende compensatie bieden. Het aandeel van de VS in het totale afzetgebied, voor West-Duitsland 10%, maar voor Japan 40%, is hieraan niet vreemd.

De grote successen werden in 1986 behaald door een klein aantal ontwikkelingslanden, met Zuid-Korea, Taiwan en Hong Kong als blikvangers. Deze landen, die hun munt lieten meedalen met de Amerikaanse dollar, wisten in de VS hun marktaandeel uit te breiden ten koste van vooral Japan, maar realiseerden ook een forse uitvoerstijging naar Europa. Zij konden daardoor een economische groei be-

reiken oplopend tot tegen de 10% voor Zuid-Korea.

Kenmerkend voor het afgelopen jaar waren de sterke schommelingen in de olieprijs en het ononderbroken afglijden van de dollar, althans in de eerste negen maanden. De olieprijs, die aan het begin van het jaar nog \$ 26 per vat bedroeg, bereikte in augustus een dieptepunt van \$ 8 om daarna weer op te krabbelen toen OPEC toch in staat bleek productieafspraken te maken en die min of meer na te leven. Aan het einde van het jaar werden deze afspraken andermaal bevestigd en werd een nieuw productieplafond van 15,8 mln. vaten per dag (b/d) overeengekomen voor de gehele OPEC exclusief Irak. Omdat ook andere producenten bereid waren de productie enigszins te matigen, kon de olieprijs tegen het eind van het jaar oplopen tot boven de \$ 15 à \$ 16 per vat van de maanden daarvoor.

De overige grondstofprijzen bleven onder druk staan, met als belangrijke uitzondering koffie. Vooral de prijsontwikkeling van voedsel was neerwaarts gericht doordat China, India en Indonesië zelf voedsel begonnen uit te voeren en andere voedselimporterende landen goede oogsten binnenhaalden. In de prijsoorlog tussen de EG en de VS, die zich in 1987 zal voortzetten, dreigen kleinere producenten als Australië, Nieuw-Zeeland en wellicht ook Argentinië te worden vermalen.

De Amerikaanse dollar vervolgde zijn weg naar omlaag totdat hij medio september, aan de vooravond van de jaarvergadering van het IMF, door de EG-landen een halt werd toegeroepen (Gleneagles). Sindsdien is nog wel enig koersverlies voorgekomen, maar later volgde toch weer een herstel tot boven de f. 2,25 medio december. Sedert het akkoord tussen de VS en Japan van eind oktober bleef de koersverhouding tussen yen en dollar vrijwel ongewijzigd.

Vanwege de invloed van de hierboven geschetste ontwikkelingen op de invoerprijzen kon de inflatie vrijwel overal dalen. Dit gold ook voor de VS, omdat het effect van de daling van de grondstofprijzen (incl. olie) groter was dan dat van de dollarkoersontwikkeling. In West-Duitsland trad zelfs een geringe daling van het consumptieprijspeil op.

De Nederlandse economische groei, ten slotte, bleef enigszins achter bij die in de meeste andere industrielanden. Onze energiepositie – met name de forse daling van het uitvoervolume van aardgas – speelde daarbij een rol. Toch kon ook in Nederland de werkgelegenheid toenemen, waardoor de werkloosheid verder kon verminderen.

Handelsbalans en dollar

Het saldo van de Amerikaanse handelsbalans lijkt niet te zijn beïnvloed door de sterke daling van de dollarkoers ten opzichte van de Japanse en

Tabel 1. Bilaterale handelsbalansen VS, fas/fas basis, in mrd. dollars

	1981	1985	1986 a)
EG	10,0	- 17,4	- 21,3
Japan	- 15,8	- 43,5	- 51,4
Canada	- 2,2	- 17,3	- 18,9
Zuid-Korea	- 0,1	- 4,3	- 5,9
Taiwan	- 4,0	- 11,2	- 13,0
Hong Kong	- 2,8	- 5,2	- 4,9

a) Eerste helft op jaarbasis, niet seizoensgecorrigeerd.

Tabel 2. Bilaterale handelsbalansen EG, fob/cif basis, in mrd. dollars

	1981	1985	1986 a)
Japan	- 12,0	- 14,7	- 22,0
Canada	- 2,7	1,8	2,2
Zuid-Korea	- 1,4	- 4,3	- 1,1
Taiwan	- 1,7	- 11,2	- 2,0
Hong Kong	- 1,6	- 5,2	- 1,0

a) Eerste helft op jaarbasis, niet seizoensgecorrigeerd.

Westeuropese munten. Integendeel, het exportvolume liet slechts een geringe toename zien, terwijl het importvolume mogelijk met ruim 10% is gestegen.

Er zijn veel verklaringen gegeven voor dit fenomeen. Zo is, volgens velen, de Amerikaanse uitvoer gericht op ongunstige markten (minder dan de helft gaat naar Europa en Japan), is het exportpakket te eenzijdig (landbouwproducten en vliegtuigen), is de kwaliteit van de industrie onvoldoende en speelt men te weinig in op verschuivingen in de voorkeur van de consument. Ook hebben Westeuropese en Japanse exporteurs hun winstmarge ingekrompen ten einde hun marktaandeel te behouden en hebben veel andere landen hun munt parallel aan (Canada, Taiwan, Korea en Hong Kong) of nog sterker dan (Latijns-Amerika) de dollar laten dalen en dumpet de EG zijn overschotten tegen afbraakprijzen op de wereldmarkt.

Met zoveel verschillende factoren, is moeilijk aan te geven wat als eerste zou moeten gebeuren om het handelsbalanstekort toch omlaag te krijgen. Een randvoorwaarde daarbij is dat de resultaten snel zichtbaar moeten zijn om eenzijdige stappen van de VS, die ook en wel in toenemende mate zouden kunnen bestaan uit het opwerpen van importbelemmeringen, te voorkomen. Vrij algemeen wordt de laatste tijd de blik gewend naar de hierboven genoemde landen, die van de wisselkoersbewegingen van het afgelopen jaar sterk hebben geprofiteerd.

Dit is op zich zelf niet onlogisch. Nu met name in Japan de kracht van de yen een belemmering voor de economische groei lijkt te zijn, ligt het voor de hand de aandacht te richten op de buurlanden. De bedoeling van het G5-akkoord van september 1985 was immers niet het opblazen van de over-

schotten van Taiwan en Korea, maar het verminderen van het tekort van de VS. Uit tabel 1 blijkt echter dat men van een appreciatie van de New Taiwan dollar, de Koreaanse won of de Hong Kong dollar – hoe noodzakelijk ook – niet al te veel effect moet verwachten. Het handelsbalansoverschot van deze landen samen met de VS is nauwelijks groter dan dat van de EG. Canada lijkt ook een aantrekkelijke revaluatiekandidaat, maar dit land verwacht door de gedaalde olieprijs een fors tekort op zijn lopende rekening. Bovendien is de kapitaalopbrengstenbalans tussen de VS en Canada in het voordeel van de VS. Dit laatste geldt ook ten aanzien van de meeste Latijnsamerikaanse landen, waarvan het gezamenlijk handelsbalansoverschot met de VS de \$ 20 mrd. benadert.

De conclusie die zich opdringt, wordt nog ondersteund door de gegevens uit tabel 2. In de handel met de EG springen de drie ontwikkelingslanden uit de tabel niet zo erg uit de band dat een forse wisselkoersaanpassing kan worden geëist. Een koersaanpassing ten opzichte van de Amerikaanse dollar is wel noodzakelijk, zeker van de New Taiwan dollar, maar niet voldoende om het Amerikaanse handelsbalanstekort te bestrijden. Daarvoor blijft een bijdrage vereist van de EG en Japan. Het gegochel van sommige Amerikaanse instituten met koopkrachtpariteiten, waaruit zou blijken dat de yen/dollarverhouding al dichterbij het ideaal zou zijn dan de DM/\$-verhouding, is in het licht van het handelsbalanssaldo tussen Japan en de EG een zinloze bezigheid.

De vooruitzichten voor 1987

De Amerikaanse federale begroting voor het begrotingsjaar vanaf 1 oktober 1986 sluit met een tekort van \$ 154 mrd. Het is niet erg waarschijnlijk dat deze doelstelling wordt gerealiseerd. Veeleer ligt een tekort van ca \$ 180 mrd. in de rede. Ook dan zou echter een **aanmerkelijke tekortreductie** (rond \$ 40 mrd.) optreden ten opzichte van het voorafgaande begrotingsjaar, die zijn uitwerking op de economische groei niet zal missen, te meer daar een belangrijk deel van de bezuinigingen wordt gevonden bij defensie. Het is aannemelijk dat de invloed van de bezuinigingen op de economische groei reeds begin 1987 duidelijk wordt.

De conjunctuur in de VS wordt in dezelfde periode negatief beïnvloed door de getrapte invoering van de nieuwe belastingwetgeving. Door eerst subsidieregelingen en aftrekmogelijkheden af te schaffen en pas per 1 juli de daarmee samenhangende verlaging van de (marginale) belastingtarieven door te voeren wordt tijdelijk voor naar schatting \$ 11 mrd. aan de particuliere sector onttrokken. In combinatie met een slechts matige loonstijging, de zeer lage spaarquote van de gezinnen

en de verwachting van een wat oplopende inflatie zal dit er toe leiden dat de particuliere consumptie een zeer zwakke ontwikkeling te zien geeft.

In dit klimaat, dat ook nog gekenmerkt wordt door een hoge reële rente, zal er weinig lust tot investeren bestaan. Het bedrijfsleven zal bovendien willen afwachten of inderdaad uit de dollardaling eindelijk resultaat zal afwerpen en welke invloed de tekortvermindering bij de federale begroting heeft op de economische groei. Het afbouwen van de 'tweelingtekorten' zal overigens wel het vertrouwen in de economische ontwikkeling bevorderen. Gezien het bezuinigingsprogramma van de overheid zijn ook uit deze sector weinig impulsen te verwachten, zodat de binnenlandse vraag in de eerste helft van 1987 een slechts geringe groei te zien zal geven. Dit behoeft op zich zelf niet slecht te zijn. Een van de effecten is immers een geringere toename van de invoer. Nu het er naar uit gaat zien dat de lagere dollar zowel aan de in- als de uitvoerkant effect gaat sorteren, betekent dit dat een (zeer) geleidelijke afname van het handelsbalanstekort mogelijk moet zijn, bij een overigens zeer magere groei van het bnp.

Tegen het voorjaar zal duidelijk beginnen te worden op welk groeipad de Amerikaanse economie zich bevindt. Indien het hierboven geschetste overeenkomt met de werkelijkheid dan is het volgende aan de hand: het inflatiegevaar is vanwege oververhitting niet en vanuit de kostenkant slechts in beperkte mate aanwezig, de economische groei is vrijwel stilgevallen en het handelsbalanstekort evolueert slechts traag in de juiste richting. Het ligt dan voor de hand van drie kanten actie te verwachten. De Fed zal mogelijk het disconto verlagen; minister Baker zal de handelspartners oproepen om de Amerikaanse groei te verdedigen door een verdere appreciatie toe te laten; en de buitenlandse beleggers, toch al wantrouwend geworden door de haperende conjunctuur, zullen een nog grotere aarzeling moeten overwinnen alvorens in dollars te gaan beleggen en aldus bijdragen tot een depreciatie van de dollar.

Het is moeilijk te zeggen op welk niveau, of liever bij welke bodem, de centrale banken van West-Duitsland en Japan zullen ingrijpen. Ook voor hen is het op een redelijk peil houden van de mondiale economische groei een belangrijke beleidsdoelstelling en in dat kader past een recessie in de VS niet. Vanzelfsprekend zal men trachten de nieuwe koersdaling van de dollar binnen de perken te houden, maar met een daling van vijf tot tien procent moet zeker rekening worden gehouden. Daarna zal, om de dollardaling af te remmen en de nadelige gevolgen voor de economie te verzachten, ook in deze landen de rente dalen, zij het dat dit niet met een discontoverlaging gepaard hoeft te gaan.

Een dergelijke rentedaling is moge-

lijk zonder dat de geloofwaardigheid van met name de Bundesbank wordt aangetast, omdat zal blijken dat de Westduitse consumptieprijzen ook dit jaar nauwelijks zullen stijgen. De verdere daling van de importprijzen (wisselkoerseffect in een omgeving waarin vrijwel geen ruimte bestaat voor een stijging van de grondstofprijzen inclusief olie) zal weliswaar worden gecompenseerd door hogere loonkosten, maar ook niet veel meer dan dat, terwijl aan de structurele daling van de prijzen van sommige duurzame consumptiegoederen (b.v. consumentenelektronica) nog geen einde is gekomen.

De tweede helft van 1987 begint dan voor de VS met belastingverlagingen, met een lagere dollarkoers dan aan het begin van het jaar, met een lager rentepercentage en met de zekerheid dat de internationale wil om de mondiale groei overeind te houden onder gelijktijdige redressering van de externe onevenwichtigheden nog steeds aanwezig is. Het vertrouwen in de Amerikaanse economie zal zich daardoor herstellen, hetgeen er mede toe zal bijdragen dat er weer enige groeiversnelling kan optreden. Hierdoor wordt de dollar ondersteund. Indien onder deze omstandigheden het handelsbalanstekort van de VS inderdaad structureel blijkt af te nemen en de begroting van 1987/1988 – mede uit electorale overwegingen – andermaal budgettaire discipline laat blijken, zou zelfs een licht oplopen van de dollar weer mogelijk zijn.

Impliciet is hiermee ook het klimaat geschetst waarin de andere landen zich bevinden. De bijdrage die zij leveren aan de oplossing van de Amerikaanse problemen, zal ook in 1987 ten koste gaan van de economische groei, vooral in Japan. In dit land zal het heroriëntatieproces van de produktiesector nog in volle gang zijn als opnieuw een appreciatie van de yen gaat optreden. Omdat in Japan een belangrijk gedeelte van het gezinsinkomen uit bonussen bestaat, die bij de slechte exportprestatie van het bedrijfsleven onder druk komen, is het gevaar aanwezig dat de binnenlandse vraag in het algemeen en de particuliere consumptie in het bijzonder uit zich zelf onvoldoende tegenwicht zullen bieden tegen de negatieve bijdrage aan het bnp van de externe sector. De Japanse overheid zal zich dan gedwongen zien om (waarschijnlijk in de vorm van belastingverlagingen) de economische groei te ondersteunen.

Het overheidsbeleid in West-Duitsland zal in 1987 weinig veranderingen ondergaan, zelfs niet indien de huidige regeringscoalitie bij de op handen zijnde parlementsverkiezingen haar meerderheid zou verliezen. Forse loonsverhogingen, een werkgelegenheidstoename van een kleine 1% en een verdere stijging van het niet-looninkomen zullen, bij het vrijwel uitblijven van inflatie, de reële koopkracht van de consument met ongeveer 4,5% doen toenemen. Dit heeft zijn uitwerking op de particuliere consumptie, maar ook op

Tabel 3. Conjunctuurprognoses

	Reël bnp, mutatie in %		Consumptie-prijspeil, mutaties in %		Saldo lopende rekening, bedragen in mrd.		Overheids-tekort a) in % van het bnp	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
België	1,5	1	1,3	1	BF 160	BF 150	11,5	9,0
West-Duitsland	3	3	-0,2	0,5	DM 70	DM 65	1,8	1,8
Frankrijk	2,5	2,5	2,5	2,5	FF 30	FF 30	2,5	2,4
Italië	3	3	6,1	4	Lire 8.000	Lire 4.000	14,2	12,5
Japan	2	2,5	0,5	0,5	\$ 80	\$ 70	4,0 b)	4,5 b)
Nederland	1,5	1,5	0	0	f 17,5	f 15	6,4	7,0
Verenigd Koninkrijk	2,5	2,5	3,5	4	£ 0	£ -2,5	2,0	2,1
Verenigde Staten	2,5	2	2	3	\$ -135	\$ -120	5,3 c)	4,2 c)

a) Fiscale jaren.

b) Centrale overheid, exclusief sociale fondsen.

c) Alleen centrale overheid.

Bron: Amro Economisch Bulletin, januari 1987.

de woningbouw. De investeringen zullen ondanks de te hoge reële rente andermaal flink toenemen, maar gaande het jaar zal het weglekken van de consumptieve vraag naar het buitenland parten gaan spelen. Doordat opnieuw een ruilvoetverbetering zal optreden, alleen al door overloopeffecten, kan het overschot op de lopende rekening slechts in geringe mate dalen, negatieve volume-ontwikkelingen ten spijt.

De groei van het bnp in Nederland zal ook in 1987 bij die van West-Duitsland achterblijven. Belangrijkste oorzaken zijn dalende investeringen in de energiesector en de als gevolg van het kabinetsbeleid optredende lastenverzwaringen. Op de wat langere termijn, als het saneringsproces van de overheidsfinanciën resultaten afwerpt, zal Nederland weer met West-Duitsland in de pas kunnen blijven.

Voor de overige industrielanden zal 1987 in het algemeen meer van hetzelfde bieden. De meeste landen zullen een economische groei kunnen realiseren van even boven de 2% en zullen hun inflatie- en werkloosheidspercentages iets zien afnemen. In de EG zal de toename van de binnenlandse vraag zich ten dele vertalen in een redelijk forse stijging van het invoervolume. Mede hierdoor kan de groei van de wereldhandel zich rond het niveau van het afgelopen jaar handhaven.

Dit laatste is op zich zelf positief voor de ontwikkelingslanden. Te vrezen valt echter dat slechts een kleine groep landen hiervan zal profiteren. Het merendeel van de ontwikkelingslanden is te afhankelijk van de uitvoer van grondstoffen om op een duidelijke verbetering te kunnen hopen. Daarvoor zijn in het algemeen het aanbodoverschot en de voorraden te hoog.

wikkeling sluiten evenwel uit dat op korte termijn knelpunten optreden die de economische groei zouden bedreigen. Het grootste gevaar is gelegen in de te verwachten groeivertraging in de VS, die gemakkelijk in een (korte) recessie zou kunnen omslaan. De negatieve signaalwerking die hiervan zou uitgaan, kan verstrekkende gevolgen hebben, ook op het gebied van de schuldenproblematiek.

Reeds meermalen is evenwel gebleken dat de autoriteiten zich wel degelijk van dit gevaar bewust zijn. Dat geldt overigens ook voor het andere gevaar: het dreigende oprukken van protectionisme. In 1987 zullen zij, niet gehinderd door nakende verkiezingen, ongetwijfeld in onderling overleg trachten de wereldeconomie in het juiste spoor te houden, ook als daarvoor opnieuw de dollar zou moeten depreciëren, waarbij een verlaging van de veel te hoge reële rentetarieven voor de hand ligt.

Binnen de groep industrielanden heerst een redelijke mate van consensus over de doelstellingen van het economische beleid: een matige, stabiele economische groei bij een zo laag mogelijke inflatie en afnemende onevenwichtigheden in de internationale handel. Indien deze overeenstemming zich blijft uitstrekken tot de uitvoering van een dergelijk beleid – dat betekent dat een uit binnenlandse overwegingen ingegeven solitair gedrag ongewenst is – is de kans op het bereiken van de doelstelling vrij groot. Dat zou dan betekenen dat de 'tweelingtekorten' van de VS inderdaad afnemen en dat de inflatie laag zal blijven, waardoor ook de rest van het decennium de economische groei tegen de 3% zal liggen.

J. van Gelder

De auteur is hoofd buitenland van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Besluit

De huidige conjunctuurcyclus blijft voorlopig kwakkelen (zie tabel 3). De ongebruikelijk trage groei, de hoge werkloosheid en de grondstofprijzont-