

De dollar en het Amerikaanse betalingsbalanstekort

Terwijl de waardevermindering van de dollar over het algemeen beschouwd wordt als het medicijn ter reductie van het tekort op de lopende rekening van de VS en daarmee ook van de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden, heeft de dollardepreciatie hierop tot op heden nog geen merkbaar effect gehad. Daarentegen worden de ongunstige neveneffecten steeds duidelijker voelbaar en dreigt een en ander zelfs uit te monden in een wereldwijde recessie.

Het Amerikaanse betalingsbalanstekort

Toen de Amerikaanse dollar in de eerste helft van de jaren tachtig sterk in waarde was gestegen ten opzichte van de valuta's van de andere industrielanden – gewogen naar handelsaandelen bedroeg deze stijging ongeveer 55% 1) – werd deze munt op de financiële markten over het algemeen als overgewaardeerd beschouwd. Daarbij werd doorgaans gerefereerd aan het hoog opgelopen tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, dat steeg van \$ 9 mrd. in 1982 tot \$ 140 mrd. in 1986. De waardestijging van de dollar is weliswaar een veelgenoemde factor voor de verslechtering van de Amerikaanse concurrentiepositie en van de lopende rekening, maar niet de belangrijkste 2). De achteruitgang van de Amerikaanse concurrentiekracht wordt namelijk voor een groot deel ook geweten aan de relatief achtergebleven groei van de arbeidsproductiviteit. Deze bedroeg in de jaren 1981-1986 gemiddeld slechts 1 % per jaar en behoorde daarmee tot één van de laagste in de industrielanden 3).

Van grote invloed op de lopende rekening was vooral ook de snelle groei van de binnenlandse bestedingen in de Verenigde Staten, tegenover de relatieve onderbesteding in West-Europa. Immers, de binnenlandse bestedingen in de Verenigde Staten stegen in de periode 1981-1986 gemiddeld met 3,7% per jaar, welke stijging ruimschoots de reële toename van het nationaal produkt van gemiddeld 2,6% overtrof. Dit leidde tot een forse groei van het invoervolume (gemiddeld 8% per jaar). In West-Europa lagen de verhoudingen echter omgekeerd ten gevolge van het daar gevoerde restrictieve budgettaire beleid 4).

Tot slot hebben de volgende facto-

ren bijgedragen aan de toename van het lopende-rekeningtekort van de Verenigde Staten: de lagere export naar de ontwikkelingslanden als gevolg van de internationale schuldencrisis en de daling van de grondstofprijzen; de importpenetratie vanuit de zogenaamde 'newly industrialising countries' in Zuidoost-Azië; de overschotten in de internationale landbouw, waardoor de prijzen van de landbouwproducten op de wereldmarkt sterk zijn gedaald en de agrarische export van de Verenigde Staten is teruggelopen van bijna \$ 44 mrd. in 1981 tot ruim \$ 26 mrd. in 1986; en de daling van de netto rente-opbrengsten als gevolg van de afbrokkeling van de nettobuitenlands-actiefpositie van de Verenigde Staten.

De dollardepreciatie

Eind februari 1985 sloeg het sentiment ten aanzien van de dollar om en begon de dollarkoers zijn weg naar beneden, voornamelijk als gevolg van de groeivertraging in de Verenigde Staten en de opgetreden daling van de Amerikaanse rente. Hoewel er sprake was van een gestage waardedaling van de dollar ten opzichte van de valuta's van de andere industrielanden, werd het depreciatietempo door de monetaire autoriteiten van een aantal landen kennelijk te laag gevonden, met name gezien de toenemende protectionistische dreigingen vanuit het Amerikaanse Congres. Op 22 september 1985 besloten de monetaire autoriteiten van de Verenigde Staten, Japan, West-Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk om de depreciatie van de dollar te versnellen door middel van gecoördineerde valutamarktinterventies (Plaza-akkoord). Te samen met de voorgenomen economische stimuleringsmaatregelen in West-Duitsland en Japan, en maatregelen in de Verenigde Staten om het begrotingstekort terug te dringen, hoopten de autoriteiten van de G5-landen hiermee de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden te reduceren. Van de voorgenomen budgettaire maatregelen is echter nog weinig terecht gekomen. Wel is de dollar ten opzichte van de valuta's van de belangrijkste industrielanden voortdurend in waarde gedaald, maar het tempo van depreciatie lag na het tot stand komen van het Plaza-akkoord niet hoger dan in de zes

maanden daarvoor. Dit akkoord en de daaruit voortvloeiende valutamarktinterventies hebben kennelijk geen wezenlijke invloed gehad op de dollardepreciatie. Ten opzichte van maart 1985 bedroeg de effectieve depreciatie van de dollar in het begin van dit jaar 30% 5).

Ondanks de forse dollardepreciatie vertoont de lopende rekening van de Verenigde Staten in nominale termen nog geen enkele verbetering en zijn de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden (in dollars gerekend) verder toegenomen. Hiervoor worden over het algemeen een drietal verklaringen aangedragen.

Ten eerste wordt gewezen op het feit dat de dollar weliswaar aanzienlijk in waarde gedaald is ten opzichte van de valuta's van de belangrijkste industrielanden, maar dat er tegenover de valuta's van Canada, Latijns-Amerika en de Aziatische NIC's, samen goed voor 47% van de buitenlandse handel van de Verenigde Staten, een appreciatie heeft plaatsgevonden. Wanneer hiermee rekening wordt gehouden bij de bepaling van de effectieve (naar handelsaandelen gewogen) dollarkoersmutatie, zou de depreciatie afhankelijk van de samenstelling van de index slechts enkele procenten bedragen 6).

In de tweede plaats zijn de invoerprijzen in de Verenigde Staten minder gestegen dan op grond van wisselkoersmutaties verwacht mocht worden, omdat zowel de Europese als de Japanse exporteurs een deel van de dollardepreciatie in hun winsten hebben geabsorbeerd, ten einde hun marktaandeel in de Verenigde Staten en op derde markten te verdedigen 7).

Voorzover de invoer- en uitvoerprijzen zich wel hebben aangepast, kan als derde oorzaak het zogenaamde J-curve-effect worden genoemd. Dit komt tot stand doordat eerst de invoeren uitvoerprijzen reageren op wisselkoersmutaties en pas na verloop van enige tijd de invoer- en uitvoervolumes. Een depreciatie zal daarom in eerste instantie leiden tot een ver-

1) Morgan Guaranty index dollar nominal effective exchange rate, juli 1980 - maart 1985.

2) OECD, *Economic Survey of the United States*, november 1986, blz. 22.

3) Voor een uitgebreide beschouwing van dit probleem zie *Business Week*, 27 april 1987.

4) West-Europa: gemiddelde jaarlijkse reële toename over de periode 1981-1986:

- binnenlandse bestedingen: 1,3%;
- binnenlandse productie :1,6%;
- invoer :2,8%.

Bron: OECD, *Economic Outlook*, december 1986.

5) Morgan Guaranty index dollar nominal effective exchange rate.

6) Zo heeft de effectieve dollardepreciatie in de periode maart 1985-november 1986, berekend op basis van een uitgebreide index, volgens Morgan Guaranty (40 landen) 6% bedragen, volgens de Federal Reserve Bank of Dallas (131 landen) 3%, en volgens Manufacturers Hannover (17 landen) 2%.

7) Volgens het Amerikaanse Labor Department zijn de invoerprijzen excl. energie in de afgelopen twee jaar met 14,4% gestegen.

slechtering van de handelsbalans. Een aanhoudende daling van de dollarcoers geeft een opeenstapeling van negatieve prijseffecten waardoor mogelijke volume-effecten voorlopig nog niet in het handelsbalanssaldo tot uitdrukking komen.

Negatieve effecten

Terwijl de waardedaling van de dollar nog geen merkbare invloed heeft gehad op de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden, heeft deze wel een aantal ongunstige neveneffecten gehad. In West-Europa en Japan is sprake van een vertraging van de economische groei, doordat de buitenlandse handel hieraan een negatieve bijdrage is gaan leveren. Zowel met betrekking tot de export als ook op de binnenlandse markt ondervindt men steeds meer last van de concurrentie vanuit de Verenigde Staten en vanuit een aantal nieuwe industrielanden in Zuidoost-Azië die hun valuta hebben gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Daarnaast werkt de dollarkoersdaling het aantrekken van de inflatie in de Verenigde Staten in de hand. In de eerste vier maanden van dit jaar bedroeg de consumptieprijstijging 2,6% op jaarbasis tegen 1,9% in geheel 1986. Uit empirisch onderzoek blijkt een duidelijk verband tussen de fluctuaties van de dollarkoers en de inflatie in de Verenigde Staten (8). Behalve de nadelige gevolgen van een toenemende inflatie voor de Amerikaanse economie op zich, zal dit ook betekenen dat de Federal Reserve Bank niet langer bereid zal zijn een ruim monetair beleid te voeren ten gunste van een lage rente. De nadelige gevolgen hiervan strekken zich uit tot buiten de Verenigde Staten en zullen behalve voor de industrielanden vooral ook voelbaar zijn voor de ontwikkelingslanden die reeds kampen met een hoge externe (dollar)schuld. De dollarkoersdaling bergt daardoor ook aanzienlijke gevaren in zich.

De ongunstige neveneffecten van de dollardepreciatie hebben onder economen en politici dan ook een groeiende vrees doen ontstaan voor een wereldwijde economische recessie. Daarom hebben de monetaire autoriteiten van de belangrijkste industrielanden in februari van dit jaar vastgesteld dat een verdere depreciatie van de dollar ten opzichte van de valuta's van deze landen niet wenselijk is. Zij kwamen overeen om de wisselkoersen door middel van valutamarkt-interventies te stabiliseren rond hun toenmalige niveaus, welke zij in overeenstemming achtten met de 'economic fundamentals'. Een en ander kan echter niet verhinderen dat de dollar ten opzichte van de yen sedertdien met nog zo'n 10% in waarde gedaald is. Ook werden de eerder gemaakte afspraken over de door de verschillende landen te treffen economische be-

leidsmaatregelen nogmaals bekrachtigd. Dit zelfde gebeurde opnieuw op de onlangs afgesloten economische top-ontmoeting in Venetië. Daar werd tevens besloten om het economische beleid van de verschillende landen te coördineren met behulp van een aantal economische indicatoren. Voor zover er in Venetië al concrete maatregelen zijn aangekondigd zullen deze waarschijnlijk echter volstrekt onvoldoende zijn om een wezenlijke reductie van de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden te realiseren (9).

Conclusie

Een verdere waardedaling van de dollar is een noodzakelijke, doch geenszins voldoende voorwaarde voor het herstel van de betalingsbalansonevenwichtigheden in de belangrijkste industrielanden. Hiervoor zijn ingrijpende economische maatregelen onontkoombaar, die niet te lang op zich kunnen laten wachten en verder zullen moeten gaan dan waartoe de regeringen van de desbetreffende landen zich tot nu toe bereid hebben verklaard. Het economisch-politieke recept lijkt duidelijk: volgens de economische regels is het saldo op de lopende rekening van een land gelijk aan het financieringssaldo (eigenlijk spaarsaldo) van de overheid plus het spaarsaldo van de particuliere sector. In Japan en de Westeuropese landen met een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, en dus een spaaroverschot, zullen de binnenlandse bestedingen gestimuleerd moeten worden. De Verenigde Staten zullen het tekort op de lopende rekening terug moeten dringen door het financieringstekort van de overheid te reduce-

ren en door de particuliere besparingen te bevorderen. Terugdringing van het financieringstekort zal echter een deflator effect hebben op de Amerikaanse economie en zal daarom te zamen met de negatieve effecten van de dollardepreciatie de kans op een economische recessie nog doen toenemen. Een mondiale recessie lijkt daarom onafwendbaar, tenzij bepaalde andere industrielanden bereid zijn de locomotiefunctie voor de wereld economie op zich te nemen. Het grootste probleem hierbij wordt evenwel gevormd door de verdeling van de aanpassingslast. Tot nu toe hebben de regeringen zich onvoldoende bewust getoond van hun verantwoordelijkheden voor de wereld economie en het binnenlandse belang steeds laten prevaleren boven internationale overwegingen.

Linda Teer

De auteur is werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij dankt drs. A.J.A.M. Kuijpers voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

8) Zie bij voorbeeld J.A. Whitt Jr., P.D. Koch en J.A. Rosensweig, The dollar and prices: an empirical analysis, *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Atlanta*, oktober 1986, blz. 5-18, of H.L. Roth, Leading indicators of inflation, *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, november 1986, blz. 3-20.

9) Japan heeft onlangs een pakket stimuleringsmaatregelen aangekondigd ter grootte van \$ 42 mrd. en West-Duitsland heeft toegezegd de voorgenomen belastingverlaging voor 1988 te vergroten tot DM 14 mrd. In de Verenigde Staten wordt door het Congres momenteel nog gewerkt aan een begrotingsvoorstel voor 1988.