

De internationale conjunctuur

Inleiding

Op het eerste gezicht lijkt het dat, ondanks een beurscrisis in oktober 1987 en een dollarcrisis rond de jaarwisseling, de wereldeconomie er momenteel niet wezenlijk anders voorstaat dan een jaar geleden. Nog steeds gelden de onevenwichtige betalingsbalansverhoudingen tussen de Verenigde Staten enerzijds en hun belangrijkste handelspartners anderzijds als een grote bron van zorg. Nog immer is het tekort van de Amerikaanse overheid in de ogen van velen te groot. Ook is de internationale schuldenproblematiek nog niet wezenlijk dichterbij een oplossing gekomen.

Ondanks deze overeenkomsten met de situatie van een jaar eerder is een aantal essentiële ontwikkelingen in gang gezet die maken dat een gematigd optimisme omtrent de nabije toekomst op zijn plaats is. Allereerst komt de beweging in de richting van verkleining van het Amerikaanse handelsstekort, eerder al zichtbaar in de volumesfeer, nu ook tot uiting in de nominale sfeer. Welhaast nog belangrijker is dat de regeringen van de belangrijke industrielanden meer dan voorheen door drongen zijn van het belang van internationale beleidscoördinatie en dat de financiële markten in toenemende mate vertrouwen hebben in het beleid dat door de verschillende autoriteiten wordt gevoerd. Een uiting daarvan is de recente kracht van de dollar, die door weinigen werd verwacht. Daarnaast blijkt in de EG het magische jaar 1992 tot een ongekende dadendrang te leiden. En ten slotte is er bij het in december 1987 gelanceerde schuldconversieplan tussen Mexico en de banken in zoverre een doorbraak bereikt dat de Amerikaanse overheid een actieve rol speelt.

De zo gevreesde desastreuze gevolgen van de beurscrisis voor de internationale conjunctuur zijn uiteindelijk niet opgetreden. Sterker nog, men kan de stelling verdedigen dat de crisis uiteindelijk een 'blessing in disguise' is geweest. Niet zozeer omdat zij in een tijd van een onhoudbaar snelle bestedingsgroei in een aantal industrielanden voor enige afkoeling heeft gezorgd, maar

wel omdat de autoriteiten op hardhandige wijze werden gewezen op het belang van een goede internationale beleidscoördinatie. Wij zijn dan ook van mening dat de periode van gematigde mondiale economische groei onder voortzetting van de tendens tot afnemende betalingsbalansonevenwichtigheden in elk geval de komende anderhalf jaar kan voortduren. In dit artikel wordt deze mening nader toegelicht.

De internationale conjunctuur na de beurscrisis

Verenigde Staten

Zoals verwacht vertoonde de particuliere consumptie in het laatste kwartaal van 1987 een negatieve groei, waarbij de spaarquote opveerde. De groei van de investeringen vlakke scherp af. Desondanks nam het bnp met 1,2%¹ in volume toe. Deze groei werd echter geheel veroorzaakt door voorraadopbouw, waarin ongetwijfeld een onvrijwillige component zat. De bnp-groei was in het eerste kwartaal van 1988 met 0,8% weliswaar lager dan in de voorafgaande kwartalen, maar door de meer evenwichtige opbouw feitelijk indrukwekkender. Zo namen zowel de particuliere consumptie als de bedrijfsinvesteringen in volume toe; de laatste met 4,9% zelfs zeer fors. Verheugend was verder dat de export sterk aantrok terwijl de import duidelijk op een lager groeipad belandde, waardoor het tekort op de handelsbalans met meer dan 12% terugliep tot \$ 36 mrd. Het bleek dat het vertrouwen bij zowel consumenten als producenten veel minder schade had opgelopen door de beurscrisis dan in eerste instantie werd gevreesd. De angst voor een recessie verdween dan ook spoedig, om plaats te maken voor een ander spook: inflatie-angst.

De blijvend sterke conjunctuur in de Verenigde Staten heeft – samen met de hoge bezettingsgraad van de industrie – aanleiding gegeven tot vrees voor oververhitting van de Amerikaanse economie. Deze vrees was niet geheel ongegrond, aangezien de snelle expansie van de finale vraag tot knelpunten in deelsectoren van de industrie dreigde te leiden, met name bij de productie van

halffabrikaten. Voorts ging er een inflatoire dreiging uit van de stijgende prijzen van zowel grondstoffen als ruwe olie. Aan de andere kant boden de gematigde loonkostenontwikkeling, de hoge voorraad aan industrieproducten en de stabiele dollar voldoende tegenwicht. Hier kwam bij dat buitenlandse producenten, evenals in het verleden, de opgetreden dollardepreciatie maar mondjesmaat hebben doorberekend in hun prijzen. Tot dusverre is de inflatiedreiging, die enkele malen tot neerwaartse druk op de dollar leidde, daarom niet tot uiting gekomen in een versneld oplopen van het prijspeil.

Inmiddels duidt alles er op dat de economische groei in het tweede kwartaal duidelijk gematigder is geweest dan in het eerste. De afzwakende binnenlandse vraag vertaalde zich hierbij direct in de invoercijfers, zodat de nog steeds zeer forse uitvoergroei volledig kon doorwerken in een sterke daling van het maandelijkse handelsbalansstekort. Het recentste cijfer betreffende de orderpositie van het Amerikaanse bedrijfsleven duidt op een eveneens tamelijk zwakke conjunctuur in het derde kwartaal. Door dit alles is het dollarsentiment in de financiële markten geleidelijk in positieve zin omgeslagen. De kracht van het vertrouwen wordt nog het duidelijkst geïllustreerd door het feit dat, waar in 1987 nog 60% van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening werd gefinancierd met behulp van officieel kapitaal, het tekort dit jaar tot dusver goeddeels is gefinancierd door particuliere kapitaalstromen. Zelfs de recente bekendmaking van een tegenvallende ontwikkeling in het onzichtbare verkeer heeft het dollarsentiment niet kunnen schaden. Sterker nog, de recentste conjuncturele ontwikkelingen hebben het vertrouwen zozeer gesterkt, dat de dollar onlangs de grens van twee gulden royaal is gepasseerd. Ter vergelijking: op 31 december 1987 werd de dollar genoteerd op het diepste punt ooit bereikt tegenover de gulden (f 1,7775).

Japan

Het opvallendst in de overige OECD-landen is de bijzonder krachtige economische expansie in Japan. Weliswaar liep de groei in het laatste kwartaal van 1987 licht terug, maar de volumegroei van het bnp van 1,7% was alleszins aanvaardbaar. In het eerste kwartaal van 1988 nam het bnp zelfs met 2,7% in volume toe. Ook heeft de beurs van Tokio inmiddels alle 'pre-crash'-records alweer gebroken. Een expansief overheidsbeleid, een onverwoestbaar vertrouwen van zowel consumenten als in-

1. De genoemde groeicijfers zijn volumemutaties ten opzichte van het voorafgaande kwartaal.

Tabel 1. Volumegroei bnp in een aantal OECD-landen in %

	1987	1988	1989
Verenigde Staten	2,9	2,75	2
Japan	4,2	5,25	3,75
West-Duitsland	1,7	2	2
Verenigd Koninkrijk	3,6	3	2
Italië	3,1	2,5	2
Frankrijk	2,2	2,5	1,75
Spanje	5,3	4	4
Nederland	2,7	1,75	1,5

Bron: Amro Bank.

Tabel 2. Inflatie in een aantal OECD-landen in %

	1987	1988	1989
Verenigde Staten	3,5	4,25	4,5
Japan	0,1	1,25	2
West-Duitsland	0,3	1	1,5
Verenigd Koninkrijk	4,2	4,25	5
Italië	4,7	5	5,5
Frankrijk	3,1	2,75	3
Spanje	5,2	4	5
Nederland	-0,5	1	1,5

Bron: Amro Bank.

Tabel 3. Saldo lopende rekening in een aantal OECD-landen in \$ mrd.

	1987	1988	1989
Verenigde Staten	-160	-135	-115
Japan	87	80	65
West-Duitsland	44	43	42
Verenigd Koninkrijk	-3	-15	-14
Italië	-1	1	2
Frankrijk	-4	-3	-6
Spanje	1	-0,5	-1
Nederland	3	4	4

Bron: Amro Bank.

vesteerders in de kracht van de eigen economie en de zeer flexibele structuur van de Japanse industrie geven de economische ontwikkeling hier een onverwacht sterke dynamiek. Minder gunstig is echter dat, ondanks een zeer forse groei van het importvolume, de afnemende van het Japanse handelsoverschot minder snel verliep dan door velen wenselijk wordt geacht. Voor een deel kan dit worden verklaard door het feit dat de Japanse export, ondanks een effectieve appreciatie van de yen met meer dan 50% sinds september 1985, nog steeds in volume groeit. Voorts spelen ruilvoeteffecten hier een belangrijke rol. Tot slot moet worden bedacht dat de Japanse invoer dan wel zeer snel in omvang stijgt, doch vanaf een zeer laag niveau komt.

West-Duitsland

Ook in de Bondsrepubliek bleef de economische activiteit redelijk op peil, zij het dat het Duitse groeicijfer over 1987 mager afstak bij dat van Japan of zelfs de VS. Hierbij kan wel worden opgemerkt dat de expansie van het Duitse bnp (1987: 1,7%) gedrukt werd door een snelle toeneming van het importvolume; het stijgingspercentage van de binnenlandse bestedingen lag met 2,9 op een duidelijk hoger niveau. Als gevolg van ruilvoeteffecten kwam de hogere importgroei echter nog steeds niet tot uiting in een substantiële daling van het overschot op de lopende rekening.

In het eerste kwartaal van 1988 hebben de binnenlandse bestedingen – met uitzondering van de door de uitzonderlijk zachte winter in positieve zin beïnvloede bouwactiviteit – zich tamelijk zwak ontwikkeld. Hierbij speelden, met name bij de particuliere consumptie, incidentele factoren evenwel een rol van betekenis. Per saldo resteert het beeld van een gestaag doorzetten van de economische groei. Het monetaire beleid is de laatste maanden licht verkraapt. De te snelle groei van de geldhoeveelheid M3 baarde de Bundesbank zorgen, te meer daar deze geheel het gevolg bleek te zijn van binnenlandse ontwikkelingen en niet kan worden verklaard uit de toevloed van buiten-

lands kapitaal. De recente verhoging van het tarief voor speciale beleningen moet in dit licht worden bezien.

Rest Europa

Ook de meeste overige Europese economieën vertoonden in grote lijnen het beeld van een voortgezette expansie in het laatste kwartaal van 1987 en het eerste van 1988. Wel liepen de groeipercentages tussen de verschillende landen ver uiteen, waarbij Spanje en het Verenigd Koninkrijk de hoogste en België en Denemarken de laagste groeicijfers lieten zien.

Anders dan in Japan zijn de autoriteiten in Europa in het algemeen uiterst terughoudend ten aanzien van een expansief begrotingsbeleid. Dit komt allereerst doordat in de meeste belangrijke Europese landen een stimulerend begrotingsbeleid wordt belemmerd door of de stand van de overheidsfinanciën (Italië, Nederland, België) of de lopende rekening van de betalingsbalans (Verenigd Koninkrijk, Italië). Voor Duitsland kan deze terughoudendheid worden verklaard door het feit dat het tekort van de federale overheid al een endogene neiging tot oplopen vertoont. Frankrijk heeft weliswaar de ruimte om te stimuleren, maar zal zich, mede als gevolg van de in het begin van de jaren tachtig opgelopen frustraties, niet geïnteresseerd voelen om hierin het voortouw te nemen.

Bovendien kampen de meeste Europese economieën met tal van structurele rigiditeiten op micro-niveau. Hierbij moet worden gedacht aan zaken als een overmaat aan regelgeving en subsidies, een geringe arbeidsmobiliteit, ongewenste neveneffecten van een omvangrijk sociaal verzekeringsstelsel of frustratie van het beleid van de centrale overheid door lokale of regionale overheden, die in sommige landen – vooral de Bondsrepubliek – over verregaande bevoegdheden beschikken. De genoemde starheden drukken zowel het groeitempo als het groeipotentieel. In deze context zou een stimulerend begrotingsbeleid al spoedig leiden tot knelpunten in deelsectoren en daarmee tot inflatoire druk.

In geen van de hier genoemde landen, maar ook niet in Canada waar zowel de overheidsfinanciën als de lopende rekening tekorten vertonen die in verhouding groter zijn dan die in de VS, kan de economische ontwikkeling dan ook worden gekenschetst als evenwichtig. De gesignaleerde problemen verklaren waarom op de recente economische top in Toronto mede aandacht is geschonken aan beleidsmaatregelen die vooral op micro-niveau aangrijpen, zoals het afschaffen van subsidies. Deze maatregelen stuwen niet zozeer de economische groei op korte termijn op, maar bevorderen wel op langere termijn het potentieel voor non-inflatoire groei.

Ter illustratie van de gevolgen van de genoemde rigiditeiten kan worden gewezen op de bedroevende resultaten die in Europa worden geboekt op het gebied van de werkloosheidsbestrijding. Ondanks vijf achtereenvolgende jaren van gestage, zij het gematigde, economische groei is in geen van de vier grote Europese economieën sprake van een substantieel gedaalde werkloosheid². Bij de uitzondering op deze regel – het Verenigd Koninkrijk, waar de werkloosheid sinds midden 1986 hard is gedaald – moet worden bedacht dat de werkloosheid zich hier op een hoog niveau bevond, mede als resultaat van de eerste jaren van mevrouw Thatchers bewind.

Vooruitzichten

Alvorens te komen tot een prognose van de conjunctuur in de komende anderhalf jaar dienen enkele vooronderstellingen te worden gemaakt. De belangrijkste veronderstelling is dat de autoriteiten van de grote industrielanden

2. Eerlijkheidshalve moet hier worden opgemerkt dat hierbij ook demografische factoren een rol hebben gespeeld. Zo groeide in de periode 1982-1987 de beroepsbevolking in de BRD met 2,9%, in het VK en in Italië met 3,6%, in Frankrijk met 1,7% en in Nederland met 1,5% (Bron: OECD).

er alles aan zullen doen om het vertrouwen dat de internationale onevenwichtigheden geleidelijk afnemen, te bewaren en te versterken. Dit betekent allereerst dat zij met kracht zullen proberen om de koers van de dollar zoveel mogelijk te stabiliseren. Mocht de dollar periodiek onder neerwaartse druk komen, bij voorbeeld als het maandcijfer van het Amerikaanse handelstekort een keer tegenvalt, dan zal deze druk met interventies worden beantwoord. Een lagere dollar zou immers, naast de negatieve gevolgen voor Amerika's handelspartners en de schuldenlanden, in de Verenigde Staten de zo gevreesde oververhitting slechts dichterbij brengen. Een duidelijk hogere dollar daarentegen zou de reductie van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening vertragen.

De tweede eis waaraan het beleid moet voldoen is dat het de inflatievrees moet verminderen. Dit betekent dat het monetaire beleid voornamelijk licht verkrappend zal zijn, met name in de Verenigde Staten, waar de inflatiedreiging het meest reëel lijkt te zijn, maar ook in de Bondsrepubliek en Japan. Voorts is verondersteld dat de grondstofprijzen, die in de eerste maanden van 1988 op een hoog niveau zijn blijven staan, in de tweede helft van het jaar naar een lager niveau zullen terugvallen. Dit geldt met name voor de metalen, waar de sedert medio vorig jaar opgetreden prijsstijging een aanbodreactie zal genereren, die op haar beurt de prijzen weer onder neerwaartse druk zal zetten. Deze omslag zal worden verscherpt doordat dan ook de speculatieve vraag zal wegvallen. Alhoewel daar tegenover staat dat door de droogte in belangrijke landbouwgebieden in de Verenigde Staten de landbouwprijzen tijdelijk kunnen oplopen, zal toch de prijsbeweging van alle niet-olie-grondstoffen gezamenlijk vooral in 1989 neerwaarts gericht zijn.

De prijs van ruwe olie zal in de tweede helft van 1988 op een lager niveau liggen dan in de eerste, nu de OPEC niet verder is gekomen dan het verlengen van zijn non-akkoord van december 1987. Zelfs een aanbod van niet-leden om hun productie te beperken heeft binnen de OPEC niet tot overeenstemming omtrent een verdergaande productiebeheersing geleid. Het beste waarop de olieproducerende landen voor 1989 kunnen hopen is een olieprijs die in reële termen niet verder daalt.

Verenigde Staten

Na een minder sterk tweede kwartaal zal de conjunctuur tegen het eind van 1988 geleidelijk weer aantrekken. Gezien de opgetreden stijging van de werkgelegenheid en de daarmee samenhangende opwaartse druk op het loonpeil mag worden verwacht dat de

toeneming van de particuliere consumptie weer enigszins zal versnellen. In combinatie met een doorzettende exportgroei betekent dit dat het bnp dit jaar met 2,75% in volume zal toenemen. Het recessiegevaar dat aan het begin van dit jaar door sommigen nog werd gezien, lijkt voor 1988 dan ook verdwenen.

Gezien de hoge bezettingsgraad van de Amerikaanse industrie blijft het gevaar voor het aantrekken van de inflatie, vooral tegen het eind van het jaar, aanwezig. In de aanloop naar de presidentsverkiezingen in november mag vanuit de overheidsbegroting geen afkoeling in de vorm van belastingverhogingen dan wel additionele bezuinigingen worden verwacht. Dit betekent dat het indammen van de inflatieverwachtingen geheel voor rekening van het monetaire beleid zal komen. Dit zal daarom in de rest van 1988 licht verkrappend zijn, hetgeen zal leiden tot een geringe opwaartse druk onder de korte rente, waarbij eventueel ook de officiële tarieven kunnen worden verhoogd. Tegen de verkiezingsdatum zullen ook de lange tarieven oplopen, als beleggers zich terughoudender gaan opstellen tegenover dollarbeleggingen in afwachting van de verkiezingsuitslag. Het is van belang hier op te merken dat deze rentestijging niet wordt veroorzaakt door of gepaard gaat met een verzwakking van de dollar. Europa zal zich daarom niet geheel aan deze rentebeweging kunnen onttrekken.

Volgend jaar zal de economische groei vertragen. De nieuwe president zal op krachtige wijze orde op zaken in de overheidsfinanciën willen stellen omdat hij anders reeds aan het begin van zijn ambtsperiode zijn geloofwaardigheid zou verliezen. De precieze uitkomst van de verkiezingen – Bush of Dukakis – is voor dit scenario in zoverre van belang dat de eerste zich voornamelijk nadrukkelijk distantieert van belastingverhogingen en zijn armslag daarmee beperkt. Het restrictieve begrotingsbeleid zal een remmende werking hebben op de conjuncturele ontwikkeling. Van verschillende zijden wordt wel gerefereerd aan de ontwikkelingen in 1987, toen het federale overheidstekort met bijna 2 procentpunten van het bnp daalde zonder de groei van het bnp te remmen. Bedacht moet echter worden dat deze tekortreductie niet zozeer het gevolg was van een bezuinigingsbeleid als wel van een incidentele verzwarende van de belastingdruk door het in fasen introduceren van de nieuwe belastingwetgeving. Dank zij de krachtige conjunctuur, die werd ondersteund door ontsparringen, ging hiervan geen merkbare groeivertraging uit.

Ofschoon de bezuinigingen van 1989 eerst later in dat jaar geëffectueerd kunnen worden als gevolg van de

traagheid van het politieke besluitvormingsproces zal de verandering van het klimaat de bestedingsbeslissingen van zowel consumenten als producenten wel degelijk beïnvloeden. Toch is de structurele ontwikkeling in de Verenigde Staten sterk genoeg om ook volgend jaar een redelijke groei te mogen verwachten. Het bezuinigingsbeleid zal, in combinatie met lagere grondstofprijzen, leiden tot een neerwaartse bijstelling van de inflatieverwachtingen. Dit biedt vervolgens ruimte voor een versoepeling van het monetaire beleid, zodat mag worden verwacht dat de rente in 1989 zowel in de korte als in de lange sfeer een daling te zien zal geven, hetgeen zou kunnen leiden tot enige neerwaartse druk op de dollar.

Japan

De conjuncturele ontwikkeling in Japan zal voornamelijk sterk blijven. Gedragen door de particuliere consumptie, op haar beurt opgestuwd door een forse toeneming van het reëel beschikbaar inkomen, en door een aantrekkende investeringsactiviteit zal de groei van het bnp dit jaar uitkomen op rond de 5%. Hierbij zal het overschot op de handelsbalans, gemeten in yen, dit jaar duidelijk lager uitvallen dan vorig jaar. Gemeten in dollars is echter opnieuw sprake van een tegenvallende reductie van het overschot in zowel de buitenlandse handel als het lopende verkeer. Doordat de investeringsgroei in de loop van dat jaar zal afvlakken zal de toeneming van het bnp in 1989 lager uitvallen dan dit jaar, ofschoon nog steeds van een bevredigende groeiprestatie zal kunnen worden gesproken. Zowel het begrotings- als het monetaire beleid zal geleidelijk aan in restrictieve richting worden bijgesteld. Was er begin dit jaar nog sprake van omvangrijke belastingverlagingen, de geplande verlagingen van de inkomstenbelasting (eind 1988) en van de vennootschapsbelasting (april 1989) zullen goeddeels worden tenietgedaan door de effecten van de in te voeren indirecte belasting. Het tekort van de centrale overheid zal zowel in 1988 als in 1989 teruglopen als gevolg van de door de gunstige conjuncturele ontwikkeling sterk meevallende belastingopbrengsten. Het monetaire beleid zal geleidelijk aan worden verkrappt aangezien de zeer ruime monetaire verhoudingen de Bank of Japan in toenemende mate zorgen baren. Wel zal men proberen deze verkrapting te bewerkstelligen zonder het disconto te verhogen.

West-Duitsland

De Westduitse economie zal zowel dit als volgend jaar gestaag doorgroeien, vooral gedragen door de particuliere consumptie. Ofschoon als gevolg van het onlangs door de Bondsraad

aangenomen pakket belastingmaatregelen — verhoging van de indirecte belastingen — de toeneming van de particuliere consumptie voor 1989 dreigt af te vlakken, mag worden aangenomen dat de regering maatregelen ter compensatie zal nemen ten einde te voorkomen dat de groei te ver zal inzakken. De zwakke electorale positie van de regering maakt dit eens te meer waarschijnlijk. Desondanks zal de consumptie enigszins teruglopen, hetgeen zich tevens zal vertalen in een tragere toeneming van het importvolume.

De Bundesbank heeft de recente kracht van de dollar gebruikt om haar rentetarieven licht te verhogen en de bodem in de geldmarkt op een wat hoger niveau te leggen. Uit het feit dat het Lombard-tarief — dat de bovengrens van de geldmarkt vormt — niet is verhoogd, kan echter worden opgemaakt dat de Bundesbank het huidige hoge peil van de geldmarktrente toeschrijft aan incidentele factoren en een lichte daling niet wil tegenhouden. Het ligt dan ook in de lijn der verwachtingen dat de Bundesbank haar beleid de komende maanden niet verder zal verkrappen. Verderop in het jaar kan het monetaire beleid wellicht weer in restrictieve richting worden bijgesteld zonder dat evenwel het disconto verder zal worden verhoogd. De kapitaalmarktrente zal zich na verloop van tijd niet geheel aan de verwachte rentestijging in de VS kunnen onttrekken, zodat een lichte stijging tegen het einde van het jaar mag worden verwacht. Als volgend jaar de Fed haar beleid weer gaat verruimen, om eerder genoemde redenen, en de dollar dientengevolge onder druk komt te staan, zal ook de Bundesbank niet aan enige verruiming kunnen ontkomen. Hiermee is dan tevens het renteverloop voor Nederland goeddeels bepaald.

Overige Europese landen

De Britse economie zal een moeilijke periode tegemoetgaan. Een oplopende inflatie, een verslechterende lopende rekening en een in de tweede helft van 1988 verder vertragende economische groei zullen uiteindelijk het Britse pond omlaagdrukken. Wel zal de groei duidelijk in de plus blijven doordat de reële lonen nog altijd fors stijgen en vanuit de overheidsbegroting volgend jaar opnieuw een, zij het bescheiden, bestedingsimpuls mag worden verwacht. De jongste verhoging van de 'base rate' duidt er overigens op dat bestrijding van de inflatie weer de hoogste prioriteit heeft gekregen. Op korte termijn zal daarom de neerwaartse druk door een hoge en oplopende rente worden gemitigeerd.

In de overige Europese OECD-landen zal de economische groei geleidelijk aan afvlakken onder invloed van zowel externe factoren — toenemende pe-

netratie van produkten uit de Verenigde Staten, maar ook uit Japan en de NIC's, zwakke importgroei in vooral de VS, maar in 1989 ook in de BRD — alsook de eerder genoemde interne groeibemmerende factoren. Wel werpt '1992' zijn schaduw vooruit, hetgeen vooral tot uiting komt in een groeiend Europees bewustzijn in het bedrijfsleven. Een direct gevolg hiervan is een aantrekkelijke investeringsactiviteit in met name de mediterrane landen. Ook de Europese politiek is duidelijk in beweging, zodat verwacht mag worden dat de komende jaren geheel Europa aan dynamiek zal winnen.

De uitzondering op het geschetste conjuncturele beeld voor Europa wordt gevormd door het Iberisch schiereiland, en dan met name Spanje. Gedragen door een zeer snelle toeneming van de (vooral buitenlandse) investeringen ligt de economische groei hier op een hoog niveau. Omdat de importpenetratie zich lijkt te gaan stabiliseren en de toeristeninkomsten blijven stijgen, zal de verslechtering van de lopende rekening geleidelijk tot staan komen.

Rest van de wereld

Ondanks een geleidelijke appreciatie van hun valuta's zullen de Aziatische NIC's ook het lopende en het komende jaar een goede exportprestatie leveren. Met name Taiwan, dat veruit het grootste overschot op zijn lopende rekening realiseert, maar ook Zuid-Korea zal hierdoor onder druk blijven om zijn valuta te laten appreciëren. Hierbij moet worden bedacht dat de valuta's van deze landen in eerste instantie min of meer in lijn met de dollar zijn gedaald en dus effectief zijn gedeprecieerd. Zuid-Korea voert echter aan dat het, gezien zijn buitenlandse schuld, wel forse overschotten op zijn buitenlandse handel moet creëren om deze schuld te kunnen aflossen en dat appreciatie van de won daarom niet gewenst is. Dit argument maakt echter weinig indruk wanneer de absolute omvang van deze schuld wordt vergeleken met het overschot op de lopende rekening (ultimo 1987: schuld \$ 39,5 mrd., overschot lopende rekening \$ 9,8 mrd.). Beide landen zullen dan ook niet aan een verdere appreciatie van hun valuta kunnen ontkomen, zij het dat de appreciatie van de Taiwanese dollar geprononceerder zal zijn dan die van de Koreaanse won.

De economische ontwikkeling in de NIC's, maar ook in andere Aziatische landen als Thailand, Maleisië, Indonesië en de Filippijnen wordt verder gestimuleerd door de omvangrijke Japanse investeringen in deze landen. Een aanzienlijk deel van de export van deze landen naar zowel Japan als de VS bestaat uit produktie van zich in Japanse handen bevindende bedrijven. Daarnaast ontvangen de armere niet-com-

munistische landen in de regio inmiddels omvangrijke bedragen aan Japanse ontwikkelingshulp. Op deze wijze draagt Japan op substantiële wijze bij aan de ontplooiing van deze regio en het op een hoger plan brengen van de verschillende economieën.

In de positie van de grote schuldenlanden zal, mede door de trage importontwikkeling in de VS, de komende jaren geen wezenlijke verandering komen, alhoewel de recente overeenkomst tussen Brazilië en de banken dat land enige ademruimte kan verschaffen. Met de terugkeer van Brazilië tot het toezicht van het IMF lijkt het gevaar van een debiteurenblok verder weg dan ooit. Het gevaar dat van de schulden crisis uitgaat op het internationale financiële stelsel is overigens in de loop der tijd sterk afgenomen doordat de banken in de afgelopen jaren hun reserves aanzienlijk hebben versterkt. Al met al is er vanuit de optiek van de banken dan ook geen enkele reden om af te wijken van de tot dusver door het IMF en de crediteuren gevolgde 'case by case'-benadering. Dit neemt uiteraard niet weg dat de inwoners van landen als Argentinië, Brazilië, Mexico en Polen het zoveelste moeizame jaar tegemoet gaan waarin hun positie niet wezenlijk zal verbeteren.

Verheugend is het dat, getuige ook de economische top in Toronto, in de rijke landen in toenemende mate de bereidheid ontstaat om de arme schuldenlanden in Afrika daadwerkelijk verlichting van de schuldenlast te geven. Zonder concessies van crediteurenzijde bestaat er voor deze landen geen uitzicht op verbetering van hun positie, terwijl na verlichting van de schuldenlast wellicht een aanzet tot hernieuwde economische groei en ontwikkeling kan worden gegeven. Voor de grondstoffen-exporterende landen onder hen zullen de positieve effecten van een verminderde schuldenlast echter ten dele weer teniet worden gedaan door de voorziene daling van de grondstoffenprijzen.

Slot

Zoals gesteld is het beleid van de overheden in de grote industrielanden en het vertrouwen van de financiële markten in dat beleid van essentieel belang voor de economische ontwikkeling. Het grootste gevaar dat de wereld-economie bedreigt is de latent aanwezige neiging tot solisme, vooral in de Bondsrepubliek. Ofschoon wij hopen dat ook de Duitsers hebben geleerd van de gebeurtenissen voorafgaande aan de beurscrisis, zijn wij hieromtrent nog steeds niet geheel gerust. Wel duidt de wijze waarop de recente verhoging van

het speciale beleningstarief werd doorgevoerd op een uiterst behoedzaam opereren van de Bundesbank en lijkt de Bank meer dan in het verleden rekening te houden met de reacties die haar handelen kan oproepen op de internationale financiële markten.

Vanuit de Verenigde Staten kunnen eveneens verstoringen optreden. Allereerst zou de inflatoire druk groter kunnen zijn dan door ons verondersteld. Dit zou dan kunnen leiden tot een nog hogere Amerikaanse rente met tal van nadelen voor de economische bedrijvigheid in de VS en de positie van de schuldenlanden. Een recessie doemt in dat geval aan de horizon op. Dit scenario lijkt ons, mede gezien het door ons verwachte prijsverloop van ruwe olie en grondstoffen, echter onwaarschijnlijk.

Het vertrouwen in de voortgaande reductie van de internationale onevenwichtigheden kan ook worden geschaad als de nieuwe Amerikaanse president onvoldoende bezuinigt. Dit zou dan in het uiterste geval kunnen leiden tot een nieuwe dollarcrisis en hie-

ruit volgend een scherpe groeivertraging in Europa en Japan en een snel oplopende inflatie en rente aan de overkant van de oceaan. Alhoewel een dergelijk nieuw 'benign neglect'-beleid kortzichtig zou zijn, omdat het korte-termijneffect, te weten een hogere groei in de VS, wordt overschaduwed door de negatieve effecten op langere termijn, blijft de verleiding bestaan. Hierbij moet echter worden bedacht dat de nieuwe president zich enige manoeuvreerruimte zal willen verschaffen voor de aanloop naar de presidentsverkiezingen van 1992, als hij kan worden herkozen. Het gesignaleerde risico zal zich dan ook eerder in het laatste dan in het eerste jaar van de volgende presidentiële ambtsperiode manifesteren.

Afsluitend kan worden gesteld dat in 1988 en vooral in 1989 de onevenwichtige handelsbalansverhoudingen substantieel zullen kunnen dalen. De vermindering van de onevenwichtigheden in het totale lopende verkeer zal voornog minder geprononceerd naar voren komen. Het feit dat deze beweging

slechts geleidelijk aan zal plaatsvinden moet echter niet als negatief worden beoordeeld. Immers, zouden genoemde onevenwichtigheden, die in een periode van verscheidene jaren zijn opgebouwd, op zeer korte termijn moeten verdwijnen, dan zou dit grote schokken in de internationale conjunctuur teweegbrengen, met negatieve gevolgen voor de economische groei. Doordat de belangen van de verschillende industrielanden in toenemende mate parallel lopen en – belangrijker nog – de autoriteiten van de meeste landen hier steeds meer van doordrongen raken, zal 1989 voor de meeste industrielanden het zevende jaar in successie worden met een positieve groei en een lage inflatie.

Wim Boonstra

De auteur is medewerker van het Economisch Bureau Buitenland van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.