

De internationale conjunctuur in 1989

Een half jaar geleden was het al duidelijk dat de economische groei in de industrielanden in 1988 veel hoger zou zijn dan onmiddellijk na de beurskrach van oktober 1987 werd verondersteld. In de tweede helft van vorig jaar werden de groeiramingen vervolgens nog verder opwaarts bijgesteld. Mede in verband met de forse economische expansie in de industrielanden lag het inflatiespook bij voortdurend op de loer. In slechts een enkel land (vooral het Verenigd Koninkrijk) was echter sprake van een wezenlijke versnelling van het inflatietempo. Op het gebied van de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden was de forse reductie van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening een zeer positief resultaat, dat vooral werd bereikt door de spectaculaire groei van het uitvoervolume van de VS. Hoewel hier geen overeenkomstige daling van de handelsoverschotten van Japan en West-Duitsland tegenover stond, leidde dit niet tot een gebrek aan vertrouwen in de dollar. Integendeel, nadat de leden van de G-7 de dollar in het eerste kwartaal nog met omvangrijke interventies hadden gesteund, bleken particuliere beleggers buiten de VS vanaf het tweede kwartaal weer bereid het Amerikaanse externe tekort te financieren, waardoor de dollar aan kracht won en de stijging van de kapitaalmarktrente in de VS beperkt bleef. De beleidscoördinatie in G-7-verband werd onder deze omstandigheden vanzelfsprekend nauwelijks meer op de proef gesteld.

Inflatiedreiging in de VS

De sterke groei van de Amerikaanse economie kende in 1988 een brede basis. Zo droeg de consument zijn steentje bij door de spaarquote, die na de beurskrach sterk was gestegen, per saldo weer te reduceren. De particuliere investeringen en vooral de uitvoer vormden echter de belangrijkste pijlers van de groei. Het expansietempo van de Amerikaanse economie werd negatief beïnvloed door droogte in een aantal belangrijke agrarische gebieden waardoor oogsten verloren zijn gegaan. Desondanks werd een economische groei bereikt van ca 4%, hetgeen meer is dan de potentiële mogelijkheden op

langere termijn¹. Aldus leidde de expansie tot een duidelijke afname van de werkloosheid en een stijging van de bezettingsgraad. Hierbij werden historische records in sommige sectoren gebroken waardoor werd gevreesd voor het optreden van knelpunten en een duidelijke toename van de inflatie.

Zover kwam het echter niet en het is niet aannemelijk dat zich op korte termijn alsnog een inflatieversnelling zal voordoen. Ten eerste tekent zich noch bij de groothandelsprijzen noch bij de loonontwikkeling een wezenlijke versnelling af. Ten tweede is het niet waarschijnlijk dat het economische-groei-tempo van 1988 kan worden vastgehouden. Zowel de uitvoer- als de investeringsgroei zijn immers al over hun hoogtepunt heen terwijl de kans op een versnelling van de toename van de consumptie niet zeer groot is, gelet op de tamelijk lage spaarquote, de gematigde inkomensontwikkeling en de door de Fed omhoog gestuwde rentetarieven. Ten derde krijgen de vorig jaar gepleegde investeringen geleidelijk effect op de productiecapaciteit. Verder vormen de aanhoudende voorraadopbouw en het zeer acceptabele niveau van de verhouding tussen voorraden en verkopen een buffer die een mogelijk te sterke vraagstijging voorlopig zal kunnen opvangen.

Ook de inflatiedreiging van buitenaf is gering. De grondstofprijzen zijn in de loop van 1988 per saldo weliswaar fors gestegen, maar het stijgingstempo is aanmerkelijk afgezwakt. Het door de relatief hoge prijzen geïndiceerde additionele aanbod zal een scherpe prijsstijging in 1989 voorkomen. Van de kant van de olieprijs kan evenmin een inflatoire impuls worden verwacht. Het recent gesloten OPEC-akkoord is weliswaar een doorbraak aangezien het Irak weer in het gareel heeft gebracht, maar het (potentiële) overaanbod van ruwe olie en de mogelijke productie-uitbreiding buiten OPEC leiden tot de verwachting dat het kartel ook dit jaar weer op de proef zal worden gesteld.

Ondanks deze overwegingen zal de Fed de vinger aan de pols houden en liever op korte termijn een verdere rentestijging induceren dan de inflatieverwachtingen de vrije loop te laten. Tevens is deze restrictieve opstelling te zien als een waarschuwing vooraf aan de nieuwe beleidsmakers in het Witte Huis.

Wellicht meer dan ooit is een vooruitblik op de economie afhankelijk van veronderstellingen ten aanzien van het begrotingsbeleid. Van de nieuwe president wordt daadkracht geëist wat betreft het terugdringen van het begrotingstekort op straffe van ernstig vertrouwensverlies. Bush heeft zichzelf echter in zijn verkiezingscampagne reeds in een moeilijk dilemma gemanoeuvreerd. De door hem bepleite 'flexible spending freeze' is bij voorbaat tot mislukken gedoemd. Volgens deze benadering zal het overheidsstekort verminderen door een bevroering van de totale reële federale uitgaven, terwijl de overheidsinkomsten ook zonder nieuwe belastingen toenemen als gevolg van de groei van het nationale inkomen. Berekeningen wijzen uit dat het moeilijk, zo niet onmogelijk zal zijn op deze wijze een tekortreductie te realiseren die voldoet aan de eisen van de Gramm-Rudman-Hollingswet. Daarnaast gaat het 'freeze'-denken voorbij aan het feit dat het slagen ervan een economische groei noodzakelijk maakt die boven het niet-inflatoire potentieel ligt.

Velen gaan ervan uit dat de reeds bij voorbaat tot een zwakke president bestempelde Bush ondanks deze overwegingen een dergelijk programma tot beleid zal maken. Die veronderstelling is op zijn minst twijfelachtig. De financiële markten hebben in de afgelopen maanden reeds duidelijk gemaakt geen enkele fiducia te hebben in de 'freeze'-strategie. Geconfronteerd met een inadequaat overheidsbeleid, als gevolg daarvan een fors verlies aan vertrouwen in de beleidsmakers, een redelijke economische groei en de dreiging van geïmporteerde inflatie zou de Fed een scherp oplopen van de Amerikaanse rentetarieven afdwingen waardoor Bush zijn budgettaire problemen door een dan te verwachten forse economische-groei vertragen en hogere rentelasten opnieuw zal zien toenemen.

Het is veel waarschijnlijker dat Bush met voorstellen zal komen die meer kans van slagen hebben om het federale financieringstekort te verminderen en die naast bezuinigingen op onder meer defensie een verhoging van bij voorbeeld accijnzen op tabak en benzine inhouden. Ofschoon Bush zeker geen handelsoorlog zal willen riskeren, – daar hebben de Amerikanen gelet op de huidige wisselkoersverhoudingen immers meer bij te verliezen dan te winnen – zijn enkele invoerheffingen ook geenszins uit te sluiten. Het weinig voorspoedige overleg in GATT-verband biedt een aantrekkelijk excuus, terwijl de invoer mogelijk ook nog iets wordt afgeremd. Het zal niet mo-

1. Zie IMF, *World economic outlook*, Washington DC, oktober 1988, blz. 46.

Tabel 1. Bilaterale handelstekorten van de VS met diverse landen, januari t/m oktober 1987 en 1988, in \$ mrd.

	1987	1988	% mutatie
Canada	9,8	9,3	- 5
West-Europa	25,1	13,4	-47
w.v. BRD	10,8	6,8	-37
Japan	50,2	44,8	-11
Singapore	1,9	2,0	+ 5
Hong Kong	5,6	4,2	-25
Taiwan	16,7	11,2	-33
Zuid-Korea	8,4	8,2	- 2

Bron: Reuters.

gelijk zijn een dergelijk pakket maatregelen snel door het Congres te loodsen aangezien de Democratische meerderheid uitgebreid zal benadrukken dat sprake is van kiezersbedrog. Ofschoon de moeizame debatten de dollar tijdelijk onder druk kunnen zetten, gaat het er vooral om dat Bush met goede voorstellen het vertrouwen van de financiële markten en de overlegpartners in de G7 zal weten te winnen.

De te nemen maatregelen zullen overigens slechts ten dele effectief zijn in kalenderjaar 1989. Desondanks zal er al eerder een groeiend effect van uitgaan op de economie. De investeerders zullen in anticipatie op de concrete plannen namelijk een afwachtende houding aannemen. De verhoging van accijnzen zal de koopkracht van de consument aantasten. De Amerikaanse consument verkeert momenteel overigens toch al niet in een positie om de economische groei een sterke impuls te geven. Ondanks de gedaalde werkloosheid is de loonontwikkeling immers gematigd, terwijl de lichte inflatieversnelling en de hogere rente de koopkracht geleidelijk iets hebben uitgehold. Ten slotte is ook bij de buitenlandse handel een verzwakking van de groei-impuls te verwachten. Al met al zal zich na het eerste kwartaal een groeivertraging aftekenen die geleidelijk geprononceerder zal worden.

De kans dat de Amerikaanse economie in het laatste deel van dit jaar dan wel vroeg in 1990 in een recessie zal raken, is niet groot, maar evenmin geheel afwezig. Veel scherper oplopende rente dan door ons voorzien – hetzij als gevolg van vertrouwensverlies door zwak optreden van Bush, hetzij als gevolg van een wezenlijke inflatieversnelling – zou tot een recessie eind 1989 of begin 1990 kunnen leiden. Bij de door ons verwachte gematigde inflatie-ontwikkeling, een afzwakende economische groei en een relatief positief ontvangen bezuinigingspakket van de nieuwe president zal de Fed haar beleid in de loop van het tweede kwartaal kunnen versoepelen waardoor de rentetarieven weer kunnen dalen, een ontwikkeling die tot in het derde kwartaal kan voortduren. De 'yield'-curve zal daar-

bij steiler worden zodat in feite wordt teruggesloopt naar meer normale verhoudingen.

Handelsbalans en wisselkoers

Vorig jaar werd een tamelijk omvangrijke reductie van de tekorten op de handelsbalans en de lopende rekening van de VS gerealiseerd. Deze werd vooral bereikt door een uitvoergroei van ca. 20%. De dollardepreciatie van de afgelopen jaren heeft duidelijk het gewenste effect gehad op de concurrentiepositie van het Amerikaanse bedrijfsleven. Zo werd de uitvoergroei bij nagenoeg alle productgroepen en op nagenoeg alle afzetmarkten gerealiseerd waardoor de bilaterale handelstekorten die de VS boeken met de diverse handelspartners zijn gedaald (zie tabel 1). Deze ontwikkelingen vormden ongetwijfeld het fundament van de sterker wordende dollar vorig jaar.

De exportgroei is na de zomer van 1988 geleidelijk afgenomen, hoewel het tempo nog altijd hoog is. Doordat de toename van de invoer nog nauwelijks is getemperd in reactie op de dollardepreciatie neemt het tempo waarin de handelsbalans verbetert per saldo af. Dit zet in principe een neerwaartse druk op de dollar. De problemen die Bush zal ondervinden in zijn pogingen accijnsverhogingsvoorstellen door het Congres te krijgen, zullen deze druk nog vergroten. Een beperkte dollardepreciatie is dan zeer waarschijnlijk. Dit zou het aanpassingsproces van de handelsbalans bevorderen, zeker wanneer door een verhoging van invoerprijzen de import zou afnemen. Gecombineerd met een minder sterke economische groei impliceert dit overigens wel een duidelijke afzwakking van de toename van de wereldhandel. De partners binnen de G-7 zullen bereid zijn mee te werken aan een dergelijke dollarbeweging aangezien hun economische groei sterk genoeg is, de inflatie bij hen positief zal worden beïnvloed, en zij een gecoördineerde dollardaling zien als aanmoedigingsprijs voor Bush. Doordat de autoriteiten de wisselkoersbewegingen aldus onder controle houden, zal de Fed in staat zijn de reeds genoemde monetaire versoepeling door te voeren zodra de Amerikaanse economische groei vertraagt.

Het aanpassingsproces van de betalingsbalansonevenwichtigheden bestaat echter uit meer dan alleen de vermindering van het Amerikaanse tekort. Alle andere landen te zamen zullen per saldo hun overschot zien afnemen wanneer de VS hun tekort reduceren en het is van belang dat dit op evenwichtige wijze geschiedt. Dit nu is in 1988 volstrekt onvolgende gebeurd. Uit tabel 2 blijkt dat binnen de G-7 de daling van het Amerikaanse tekort voornamelijk is opgevangen

Tabel 2. Mutaties in de lopende-rekeningpositie van G-7-landen, in \$ mrd.

	1988 ^a	1989 ^b
VS	+19	+20
Japan	- 7	0
West-Duitsland	+ 3	+14
G-3	+15	+34
VK	-17	-11
G-3 + VK	- 2	+23
Canada	- 1	+ 2
Italië	- 1	0
Frankrijk	+ 1	- 1
G-7	- 3	+24

a. Schatting.

b. Raming.

Bron: Amro Bank, Economisch Bureau.

door het VK, een land dat zich in 1987 reeds in een tekortsituatie bevond. Als percentage van het bnp is het Britse tekort het Amerikaanse zelfs ruim voorbijgestreefd. Derhalve is het niet geheel juist te spreken van 'vermindering' van de onevenwichtigheden, maar is 'verschuiving' een toepasselijker term. De labiele positie van het pond is hiermee overigens verklaard.

In het lopende jaar zal deze ontwikkeling zich voortzetten, terwijl de G-7 als geheel een substantiële verbetering van het externe saldo zal registreren. Deze verbetering van de externe positie van de G-7 zal vooral door de Bondsrepubliek worden veroorzaakt. Het Duitse overschot zal zelfs wanneer de groei van de import die van de uitvoer in volume iets overtreft oplopen tot boven de DM 100 mrd. door ruilvoetverbeteringen en een minder grote afdracht aan de EG. De Duitse autoriteiten zullen tegen deze ontwikkeling niet veel ondernemen. Voorafgaand aan de belastinghervorming van 1990, die een wezenlijke belastingverlaging betekent, wensen zij geen vraagstimulerende maatregelen te nemen terwijl ook een sterke monetaire verruiming onwaarschijnlijk is. Een forse revaluatie binnen het EMS zou door J-curve-effecten pas op langere termijn enig soelaas kunnen bieden en bovendien de bereikte stabiliteit van het EMS kunnen schaden. Het zal daarom bij een relatief beperkte spilkoersaanpassing blijven.

West-Europa

De Westeuropese economieën groeiden in 1988 boven verwachting sterk. Opvallend was dat dit hoofdzakelijk te danken viel aan interne dynamiek. Vooral de investeringsgroei was, evenals in andere OESO-landen, buitengewoon krachtig (tabel 3), een ontwikkeling waarvan met name West-Duitsland als belangrijke producent van kapitaalgoede-

Tabel 3. Groei van de bedrijfsinvesteringen in Europa, in %

	1987	1988
West-Duitsland	4	7
Nederland	2	8
Frankrijk	4	8
Italië	12	9
VK	4	11
Spanje	15	13
België	20	11

Bron: Amro Bank, Economisch Bureau.

ren wist te profiteren. Een aantal factoren kan dienen als verklaring voor de onvoorziene investeringslust. Allereerst dient gewezen te worden op de structurele economische verbeteringen die sinds het begin van de jaren tachtig in West-Europa zijn gerealiseerd. In lijn hiermee is de winstgevendheid van de bedrijven fors gestegen en heeft de vermogenspositie zich hersteld waardoor ruimte was ontstaan voor nieuwe investeringen. Toch lijken dit slechts noodzakelijke en niet voldoende voorwaarden voor de krachtige ontwikkeling van de investeringen in 1988. Daarom dient ook te worden gewezen op fundamenteel vertrouwensherstel dat is geïnspireerd door de langdurige, gestage economische groei bij afnemende inflatie alsmede door het optreden van de autoriteiten na de beurskrach. Daarnaast zullen verbeteringen in het belastingklimaat, de meer stabiele wisselkoersverhoudingen alsmede het vooruitzicht op de vorming van de Europese interne markt de investeringsmotor hebben aangewakkerd.

Gelet op de ontwikkeling van de orderpositie in vooral de Duitse kapitaalgoederenindustrie is de investeringsboom voorlopig nog niet ten einde. Toch is het waarschijnlijk dat in de loop van het jaar enige vertraging zal optreden. Met name de Duitse economie blaast wat stoom af doordat accijnsverhogingen en een in verband met overeengekomen arbeidstijdverkortings slechts be-

perkte loonstijging de reële koopkrachtverbetering aan de krappe kant houden. In het kielzog hiervan zullen de meeste andere Europese landen eveneens een lichte groeivertraging doormaken. Toch zal het economisch expansietempo alleszins redelijk blijven. De gepleegde investeringen hebben de economieën immers structureel sterker gemaakt en de ruimte geschapen voor verdere groei zonder belangrijke versnelling van de inflatie. Daarnaast zal de 1992-euforie wel aanwezig blijven.

De inflatie loopt in de meeste landen slechts fractioneel op – wederom zal Nederland de laagste inflatiegraad in West-Europa realiseren – terwijl de werkloosheid nauwelijks zal dalen. De afhankelijkheid van de economische groei in de VS is daarbij sterk verminderd, waardoor Europa maar weinig zal worden beïnvloed door de groeivertraging in de VS. Slechts in het VK zijn recessiekansen aanwezig, omdat hier een volstrekt oververhitte economie door de regering op krachtige wijze tot de orde wordt geroepen.

Bij het Europese rentebeeld staat vooral het monetaire beleid in de Bondsrepubliek centraal. Voor het lopende jaar heeft de Bundesbank een doelstelling voor de toename van M3 van 'ongeveer 5%' afgekondigd (1988 3 à 6%). Gelet op de te verwachten stroom liquiditeiten uit het buitenland uit hoofde van het toenemende lopende-rekeningoverschot en de zich herstellende kapitaalvoer zal het moeilijk zijn om de doelstelling te realiseren. Per saldo zal er een restrictief beleid worden gevoerd. Dat de Duitse mark daarbij aan kracht zal winnen is in de ogen van de Bundesbank niet ongewenst, zij het dat een val van de dollar dient te worden voorkomen. In de tweede helft van het jaar zal daarom vooral in de korte sfeer toch enige rentedaling kunnen optreden, te meer daar de inflatie-ontwikkeling opnieuw zal meevallen. Doordat de rentedaling minder sterk zal zijn dan in de VS neemt het écart af.

Japan

Getrokken door een forse toename van de investeringen groeide de Japanse economie vorig jaar zeer sterk. Dit jaar zal een iets lager maar nog altijd hoog expansietempo worden gerealiseerd. Hierbij zal de belastinghervorming (invoering omzetbelasting, verlaging vennootschapsbelasting en inkomstenbelasting) een rol spelen. Ofschoon de fiscale wijzigingen de economische structuur op termijn zullen versterken, lijkt een licht negatief effect op de conjunctuur waarschijnlijk, gezien de afwachtende houding die consumenten zullen aannemen. Voor de individuele consument is het immers nog niet geheel duidelijk hoe de koopkracht zal worden beïnvloed door de combinatie van verlaging van de inkomstenbelasting en invoering van een omzetbelasting. Het handelsoverschot van Japan is in 1988 teruggelopen. Geleidelijk echter zwakt de groei van de invoer af en neemt de groei van de uitvoer iets toe. Het tempo van de reductie van het externe overschot vermindert daardoor. In 1989 zal – althans in dollars gemeten – niet of nauwelijks meer sprake zijn van een verdere afname. Ook Japan zal zich daarom niet verzetten tegen een verdere depreciatie van de dollar.

Conclusie

Het ziet er naar uit dat de in de industrielanden in 1988 opgetreden positieve economische ontwikkelingen dit jaar in bescheidener tempo zullen worden voortgezet. De Amerikaanse economie zal weliswaar vertragen, maar zal blijven balanceren op het toch nog onverwacht brede pad tussen oververhitting en recessie. Dat president Bush daarbij het vertrouwen van de financiële markten zal weten te winnen is eerder een veronderstelling dan het gevolg van de analyse. Europa en Japan zien hun groeitempo eveneens dalen, maar zullen een krachtiger conjunctuur kennen dan de VS. De externe tekorten van de VS zullen verder afnemen. Het is bedenkelijk dat de aanpassingslast hiervan ongunstig zal zijn verdeeld, maar dit zal waarschijnlijk niet tot grote onrust op de financiële markten leiden. De dollar zal gemiddeld lager noteren dan vorig jaar terwijl vooral in het tweede deel van het jaar mondiaal ruimte ontstaat voor rentedaling.

Han de Jong

Tabel 4. Conjunctuurprognose

	Reëel bnp (mutaties in %)		Consumptieprijspeil (mutaties in %)		Saldo lopende rekening (bedragen in mrd.)	
	1988	1989	1988	1989	1988	1989
België	3	2,25	1,1	2,25	BF 90	BF 120
West-Duitsland	3,75	2,75	1,2	2	DM 85	DM 105
Frankrijk	3,5	2,5	2,75	3	FF -20	FF -30
Italië	3,5	3,25	5	5,5	L-2000	L-2600
Japan	6	5	1	2	\$ 80	\$ 80
Nederland	3	2,75	0,8	1,5	f 11	f 9
VK	5	2,5	5	6,5	£ -15	£ -21
VS	4	2	4	4,5	\$ 135	\$ 115
Spanje	5	4	5	4,5	\$ -0,5	\$ -1

Bron: Amro Bank, Economisch Bureau.

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