

De internationale conjunctuur

Nederland is al eeuwenlang het schoolvoorbeeld van een open economie. De modellering van de economische relaties met het buitenland krijgt hier dan ook relatief veel aandacht.

Bij de middellange-termijnramingen in het Cep 1986 is meer dan voorheen rekening gehouden met internationale interactie. Toch blijven er grote onzekerheden. Een harde voorspelling van de internationale conjunctuur lijkt onmogelijk. Het CPB laat de centrale prognose van matige groei, neerwaartse druk op inflatie en rente en een positieverbetering van West-Europa ten opzichte van de VS en Japan dan ook vergezeld gaan van een waarschuwing aan de beleidsmakers. Een al te restrictief of stimulerend beleid in West-Europa kan de groeimogelijkheden gemakkelijk om zeep helpen.

PROF. DR. J.C. SIEBRAND*

Van dominerend belang

De zienswijze dat Nederland wat betreft zijn ontwikkelingsmogelijkheden zeer sterk afhankelijk is van het buitenland is omstreden. De laatste tijd wordt wel gesuggereerd dat de maximale omvang van het productiepotentieel van Nederland zo klein is ten opzichte van de wereldvraag, dat de groei van die vraag niet van groot belang zou zijn voor het Nederlandse afzetpotentieel. Die opvatting staat echter haaks op de empirische ervaring dat voor kleine landen als Nederland juist de groei van de wereldhandel een flink deel van de groei van de goederenuitvoer verklaart. Ook in de financiële sfeer, bij voorbeeld bij de verklaring van de rente in Nederland, blijkt de ontwikkeling van de rente in het buitenland van zeer groot belang. Het ligt daarom voor de hand ook voor de nabije toekomst uit te gaan van een grote, waarschijnlijk zelfs dominerende invloed van buitenlandse factoren op de ontwikkelingen in Nederland.

Wat betreft het internationale *goederenverkeer* is de rol van de groei van de wereldhandel als determinant van de Nederlandse uitvoermogelijkheden in het voorgaande al ter sprake gekomen. In de gebruikelijke beschrijvingen vormt deze variabele de belangrijkste schakel in de relatie tussen de economische activiteit op wereldniveau en die in Nederland. Het is echter niet de enige schakel. Naast de groei van de totale vraag is ook de ontwikkeling van het aanbod van concurrenten van belang. Traditioneel wordt die invloed weergegeven door de verwachte verandering in de betrokken prijzen. Bij een toegenomen internationale technologische concurrentie is het echter de vraag of daarmee kan worden volstaan, en of ook geen indicatoren van relatieve kwaliteitsontwikkelingen in de projecties moeten worden opgenomen, en zo ja op welke wijze. Afgaande op de samenvatting van de externe factoren heeft het CPB met deze problematiek in de ramingen geen rekening gehouden 1). Deze simplificatie biedt de gebruiker van de CPB-ramingen de optie van een opwaartse of neerwaartse bijstelling van de Nederlandse uitvoerprestaties, afhankelijk van zijn optimisme resp. pessimisme ten aanzien van het relatieve tempo van Nederland in de technologische innovatie.

Vergelijkbare prijs- en kwaliteitsaspecten gelden ten aanzien van de invoer voor zover die concurreert met bin-

nenlandse goederen. Ook hier beperkt het CPB zich tot prijsramingen. Voor een groot land zou eventueel ook een volumeraming van het wereldaanbod relevant kunnen zijn, maar voor een kleine afnemer als Nederland lijken zorgen op dit punt overbodig. Inzicht in internationale aanbodontwikkelingen vormt uiteraard wel een deel van de achtergrond voor de te verwachten prijzen van grondstoffen, die in de CPB-ramingen worden verdeeld in ruwe olie en overige, maar deze fundering blijft impliciet. De grondstoffenprijzen bepalen vooral de productievoorwaarden, de prijzen van fabrikaten vooral de afzetmogelijkheden van de Nederlandse industrie.

Hoewel in het kader van het internationale *factorverkeer* de arbeidsmobiliteit niet te verwaarlozen is, en bij voorbeeld de ontwikkeling van topsalarissen deels een internationaal karakter kan hebben, wordt de factor arbeid in dit opzicht niet expliciet in de ramingen betrokken. Wel wordt aandacht besteed aan het internationale kapitaalverkeer. Het volume van de besparingen elders wordt niet expliciet ingebracht, maar (grof) benaderd via de ontwikkeling van de industriële productie op wereldniveau. Het rendement van beleggingen elders kan diverse vormen aannemen, afhankelijk van het type belegging, zoals rente, dividend, koerswinst, directe winsten, al dan niet gecorrigeerd voor verwachte wisselkoersontwikkelingen. Wat de wisselkoers betreft worden enkele veronderstellingen gehanteerd, maar alle overige soorten kapitaalopbrengsten worden benaderd met slechts twee proxies, de korte en de lange ren-

* Hoogleraar Macro-economische Politiek aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Met dank aan drs. J. Swank voor commentaar op een eerdere versie.

1) De aandacht die het CPB de laatste tijd besteed aan relatieve investeringsactiviteiten kan hiermee wel in verband worden gebracht. Het is niet ondenkbaar dat het relatieve innovatietempo door dergelijke factoren kan worden benaderd. De betrokken analyse heeft beleidsmatig gezien echter gevaarlijke aspecten. Het opnemen van eigen investeringen in de uitvoerverklaring wekt de suggestie dat afzetmogelijkheden bestaan die geen onderbieding van concurrenten vergen. Dat kan zo zijn, maar het is sterk de vraag of dan geen discriminatie binnen de investeringen nodig is naar dit criterium, en in ieder geval zal het bestaan van afzetcategorieën waarvoor een internationale prijs geldt waarbij de nationale aanbieders kunnen aansluiten, gevolgen moeten hebben voor de verklaring van prijzen en investeringen. De integrale toepassing van de veronderstelling dat extra aanbod zonder nadere concessies vraag schept kan bij voorbeeld een geflatteerd beeld schetsen van de effectiviteit van kapitaalsubsidiëring.

Tabel 1. Enkele internationale economische kerngegevens

	VS		Japan		EG	
	1984/1986	1986/1990	1984/1986	1986/1990	1984/1986	1986/1990
	gemiddelde procentuele mutatie					
Binnenlandse vraag	3	2	4	4,5	2 à 2,5	2,5 à 3
Uitvoer van goederen	0	10	3	2	4	4
Bruto nationaal produkt	2,5	2	4	4	2 à 2,5	2 à 2,5
Werkgelegenheid	2	1,5	1	0,5	1	0
Consumptieprijspeil	3	2	1	-0,5	3,5	1,5
	niveaus in eindjaar					
Werkloosheid a)	7	7	3	3	10,5	12
Vorderingstekort b)	4	2,5	1	2,5	4,5	4,5
Lopende rekening c)	-145	-240	68	80	40	30

a) In % van de beroepsbevolking.
 b) In % van het bnp.
 c) In mrd. dollars.

Bron: Cep 1986, blz. 27.

Tabel 2. Externe economische gegevens voor Nederland

	1964/1973	1973/1979	1979/1985	1985	1986	1986/1990
	procentuele mutaties per jaar					
Wereldhandelsvolume (gem. van in- en uitvoer)	9,1	4,9	2,0	2,5	2,5	4,5
Bnp-volume geïndustrialiseerde landen	4,9	2,7	2,1	2,5	3	2,5
Volume dubbel herwogen conc. uitvoer excl. energie	8,0	4,9	3,1	3,5	3,5	5
Concurrerend uitvoerprijspeil goederen (in gld.) dubbel herwogen excl. energie	3,4	5,5	4,9	2	- 5,5	- 0,5
Invoerprijspeil goederen Nederland (cif. in gld.)	2,0	9,0	6,2	1	-14,5	0
Loonkosten per eenheid produkt verwerkende industrie concurrenten (in gld.)	3,6	6,1	6,3	2,5	- 4,5	- 1
Effectieve koers van de gulden t.o.v. concurrenten	1,3	4,1	0,1	0,5	8,5	1,5
Dollarkoers (niveau)	3,47	2,41	2,76	3,32	2,60	2,36
Buitenlandse lange rente (niveau)		8,6	10,6	9	7,5	6

Bron: Cep 1986, blz. 73.

te. Hoewel van arbitrage op nationale kapitaalmarkten krachten in de richting van rendementsegalisatie zullen uitgaan, lijkt deze simplificatie toch grof als onderbouwing van b.v. het internationale directe kapitaalverkeer.

Het internationale *geldverkeer* vormt de tegenpost van goederen- en kapitaalverkeer. De relevante consequenties komen tot uitdrukking in de ontwikkeling van de wisselkoersen waarvoor, zoals gezegd, ramingen zijn opgesteld.

Niet alle internationale ontwikkelingen slaan neer in de internationale boekhouding. Voor de internationale diffusie van technologie vormt b.v. de registratie via royalties, licenties e.d. slechts een gebrekkige indicatie. Niettemin kan aan dergelijke extra-comptabele processen niet bij voorbaat een belangrijke rol worden ontzegd.

Achtergrond van de ramingen

Voor een juiste taxatie van het belang van de CPB-ramingen is het nuttig kort stil te staan bij hun achtergrond. Anders dan b.v. voor 1970 zijn de ramingen niet voornamelijk op aanbodfactoren gebaseerd. Het CPB heeft tijdig ingezien dat de huidige situatie zo complex is, dat het afstellen van de toekomst een instrumentarium vergt dat recht doet aan de interactie tussen vraag en aanbod op nationaal en internationaal niveau, en ook aan die tussen marktsector en overheidssector, en tussen budgettair, monetair en handelsbeleid. Als een der eerste nationale conjunctuurinstituten heeft het CPB een daartoe geschikt wereldmodel geconstrueerd. Als gevolg daarvan blijven de ramingen niet beperkt tot centrale projectie, maar omvatten deze ook een uitgebreide gevoeligheidsanalyse. De presentatie van verschillende varianten stelt de gebruiker van de ramingen in staat zelf waarschijnlijkheden toe te passen op de verschillende opties en zo een beeld te krijgen van de voor hem relevante centrale tendentie en mogelijke spreiding. Het spreekt vanzelf dat het belang van

de varianten groter wordt naarmate de onzekerheid toeneemt.

Op voorhand is het zelfs onwaarschijnlijk dat de centrale tendentie zich realiseert. Dat wordt duidelijk indien men beseft hoe die centrale tendentie tot stand komt. De voorspeller beschikt over een model dat samenhangen beschrijft. Hij taxeert de uitgangssituatie, die wel achter hem zal liggen, maar waarover nog lang niet alle gegevens beschikbaar zullen zijn. Vervolgens simuleert hij een soort 'rationeel beleid'. Dat laatste komt tot stand op basis van enerzijds zijn technocratische visie op de feitelijk opties, anderzijds zijn inzicht in het politieke klimaat. In de realiteit zal de variabiliteit van het beleid echter veel groter blijken dan achter de computerterminal te voorzien valt. Natuurlijk kan de voorspeller de beleidsruimte wel enigszins afstellen door verschillende soorten beleid te simuleren, de uitkomsten te vergelijken en eventueel zelfs systematisch te evalueren. Daarbij kan hij ook nog wel uiteenlopende politieke criteria hanteren, maar er zijn praktische grenzen aan dergelijke exercities, die impliceren dat de variatiebreedte beperkt blijft en de resultaten zelden een zeer waarschijnlijke centrale tendentie zullen aanwijzen.

Daar komt nog bij dat 'het beleid' niet de enige bron van onzekerheid vormt. Ook het al dan niet in groot detail door het model beschreven gedrag van de marktsector is niet altijd even gemakkelijk te voorspellen. Het is soms de vraag of regelmatigigheden uit het verleden naar de toekomst mogen worden doorgetrokken. Cruciale vragen voor de Westeuropese perspectieven zijn bij voorbeeld: wat doen de lonen bij hoge en aanhoudende werkloosheid en reductie van het peil van sociale voorzieningen, wat zijn de gevolgen van differentiële ontwikkelingen binnen aggregeaten (het dualiteitsvraagstuk), wat voor effecten heeft een aanbodgeoriënteerd beleid, zoals dat gericht op flexibilisering van markten? Het zou denkbaar zijn in dit opzicht uiteenlopende modelversies te hanteren, maar hier dreigt al snel een onhanteerbare casuïstiek. Of het CPB in dit opzicht geëxperimenteerd heeft blijkt niet uit het CEP 1986; in ieder geval worden geen resultaten van verschil-

lende modelversies gepresenteerd. De kenner van het gebruikte instrumentarium biedt dit uiteraard perspectieven voor een subjectieve bijstelling van de uitkomsten.

Andere bronnen van onzekerheid zijn samen te vatten onder de aanduiding externe condities. Zo kunnen moeilijk voorzienbare politieke spanningen grote gevolgen hebben voor de economische ontwikkeling, bij voorbeeld via de concurrentie om de nationale middelen tussen defensie en investeringen. Politieke factoren kunnen ook de kracht van de OPEC of de kans op een handelsoorlog in sterke mate bepalen. Het verleden biedt tal van voorbeelden van ontwikkelingen die achteraf van grote invloed zijn gebleken, maar vooraf moeilijk voorspelbaar waren. Voorbeelden zijn de installatie resp. het loslaten van het Bretton Woods-regime, de overgang van een monetair accommoderend naar een restrictief beleid, de uitbreiding resp. de reductie van de sociale voorzieningen en diverse oorlogen.

Groeideterminanten

Ondanks al deze onzekerheden is er toch wel een aantal systematische factoren aan te wijzen die de toekomst niet volledig zullen bepalen, maar zeker hun invloed zullen doen gevoelen. Bij het zoeken naar die factoren kan het recente verleden als uitgangspunt dienen. In het bijzonder kunnen we ons afvragen of de krachten achter de economische groei na de tweede wereldoorlog ook voor de nabije toekomst van betekenis kunnen zijn. We zullen dit doen en ons daarbij concentreren op de condities over West-Europa.

Grof gezegd zijn de betrokken groeideterminanten te verdelen in aanbodfactoren en vraagfactoren; interactie mag echter niet worden uitgesloten. Aan de aanbodzijde hebben de kosten jaren onder druk gestaan. Na de tweede wereldoorlog waren de lonen aanvankelijk relatief laag, later bleef de stijging van de arbeidskosten beperkt als gevolg van een relatief sterke groei van de arbeidsproductiviteit, die in verband kan worden gebracht met het inlopen van de technologische achterstand op de Verenigde Staten. De kapitaalkosten hebben decennia lang onder druk gestaan van een monetair accommoderende politiek, die de reële rente zeer laag hield. Bovendien zijn voortdurend de investeringen gesubsidieerd.

De sterke groei van de investeringen in de jaren vijftig en zestig had per definitie ook positieve gevolgen voor de groei van de geaggregeerde vraag. Een andere vraagcategorie, de uitvoer, heeft sterk geprofiteerd van handelsliberalisatie en internationale specialisatie. In de jaren zeventig en tachtig hebben meer incidentele factoren gespeeld zoals de recycling van de oliedollars en het oplopende tekort van de Verenigde Staten.

De consumptieve vraag heeft geprofiteerd van de veranderingen in de inkomensverdeling, aanvankelijk vooral in de primaire sfeer – van overig inkomen naar looninkomen, en deels inkomensnivellering – en later in de secundaire sfeer de stijgende inkomensoverdrachten. Tal van factoren hebben de overheidsbestedingen gestimuleerd, incidentele zowel als structurele. Onder de eerste categorie vallen althans gedeeltelijk het conjunctuurstabilisatiebeleid en de groei van defensie-inspanningen. Meer structureel waren mogelijk de groei van de overheidsuitgaven als reactie op de stijging van de belastingopbrengsten als gevolg van progressie en ook de groei van de werkgelegenheid bij de overheid voortkomend uit het streven naar beheersing van de gevolgen van de economische groei voor de samenleving.

De aard van deze factoren suggereert dat slechts weinige ervan voor de nabije toekomst een sterk stimulerende rol zullen spelen. Dat wordt duidelijk als we de afzetperspectieven voor West-Europa in dit licht bezien.

Afzetperspectieven voor Europa

Om een beeld te vormen van de afzetmogelijkheden in

het buitenland zullen wij de mogelijke invoer van een aantal landen/landengroepen onder de loep nemen. Na enkele jaren van forse groei is de expansie van de Amerikaanse economie sterk afgenomen, maar gezien in een langer perspectief is de groei nog redelijk. Het is echter zeer de vraag of de Amerikanen zonder forse externe prikkels hun invoer kunnen laten groeien. Enerzijds houden de tekorten op het overheidsbudget en de lopende rekening de rente hoog, anderzijds zal een deflatorisch beleid onvermijdelijk zijn om die tekorten te reduceren. Wat betreft de gevolgen van een dergelijk beleid zijn zowel door het CPB als op de Erasmus Universiteit berekeningen uitgevoerd (zie tabel 3) 2).

Hoewel de uitkomsten enigszins verschillen – het CPB vindt duidelijk ongunstiger gevolgen voor de werkloosheid – zijn de kwalitatieve conclusies toch globaal dezelfde. Een deflatorisch beleid is wel effectief, maar het vergt jaren en het drukt de activiteit aanzienlijk. Daar komt bij dat de negatieve gevolgen voor de Amerikaanse prijzen en de waarde van de dollar de vooruitzichten voor uitvoer naar de Verenigde Staten negatief beïnvloeden. Dit alles overwegend zijn van de kant van de Verenigde Staten nauwelijks substantiële zelfstandige vraagimpulsen te verwachten.

Japan vormt in zekere zin het spiegelbeeld van de Verenigde Staten. Zowel om de waarde van de yen te drukken als om binnenlandse afzetperspectieven voor het Japanse bedrijfsleven te scheppen ligt een expansief beleid voor de hand. De wereldhandel zal daarvan profiteren, maar het is de vraag of de impuls van een dergelijke omvang is dat de verwachte negatieve invloeden uit de Verenigde Staten substantieel worden gecompenseerd. Ook de overige OESO-landen buiten West-Europa lijken niet in staat tot omvangrijke expansieve prikkels.

Het verhaal over de OPEC kan kort zijn. In de nabije toekomst zal de invoer naar beneden worden aangepast aan de gedaalde olieopbrengsten. Voor zover de olieprijs weer aantrekken zal een stijging van de invoer door de OPEC-landen waarschijnlijk gepaard gaan met een in orde van grootte vergelijkbare daling van de invoer van olieverbruikende landen; bij een langdurig laag niveau van olieprijs is van de OPEC-landen zeker geen substantiële zelfstandige vraagimpuls te verwachten.

Voor de niet-olieëxporterende ontwikkelingslanden geldt ten dele het omgekeerde verhaal. De lagere olielasten scheppen enige financiële adem. Ook de afname van de reële schuld, voor zover die in dollars was goteerd, werkt in deze richting. Toch lijkt de omvang van de bestaande schuld prohibitief voor een forse vraagexpansie. Wel zou een daling van de rente op wereldniveau zeer gunstige effecten op deze landen en hun invoer kunnen hebben.

Van de landen met staatshandel is in het algemeen geen forse impuls te verwachten, en zeker niet in een periode waarin de olieopbrengsten van de Sovjetunie lijden onder de lage prijzen.

De binnenlandse vraag

Kortom, wil de vraag naar producten van het Westeuropese bedrijfsleven fors groeien dan zullen de prikkels daarvoor in sterke mate uit West-Europa zelf moeten komen. Wat dat betreft lijkt de Westeuropese problematiek op die van Nederland in de CPB-projecties. Maar dat is niet de enige analogie. Ook in termen van de beleidsopties verschilt de situatie in Nederland hoogstens gradueel van de situatie in het gemiddelde Westeuropese land: door inkomensoverdrachten en rentebetalingen is het overheidstekort opgelopen en reductie daarvan tendeert zeker in de eerste jaren de toch al hoge werkloosheid nog verder te doen stijgen, terwijl de perspectieven op langere termijn

2) Voor de Rotterdamse berekeningen wordt verwezen naar J.C. Siebrand en J. Swank, *Adjustment options for the US economy*, Discussion Paper 8610/G, Institute for Economic Research, Erasmus University Rotterdam.

Tabel 3. CPB-ramingen van de effecten van begrotingsombuigingen in de Verenigde Staten resp. West-Duitsland en de overige OESO-landen, 1986-1990 a)

	Ombuigingen in de Verenigde Staten (1/3% bnp per jaar)			Ombuigingen in West-Duitsland en rest OESO (1/4% bnp per jaar)		
	West-Duitsland	Verenigde Staten	rest OESO	West-Duitsland	Verenigde Staten	rest OESO
Totale binnenlandse vraag	-0,5	-2,7	-0,4	-2,1	-0,2	-2,1
Uitvoer goederen	-1,6	-0,9	-2,3	-3,1	-2,5	-2,6
Bruto nationaal produkt	-0,6	-2,3	-0,7	-1,9	-0,3	-2,0
Consumptieprijspeil	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,4
Werkgelegenheid	-0,3	-2,0	-0,3	-0,8	-0,2	-1,0
Werkloosheid (in % beroepsbevolking)	0,3	1,0	0,3	0,7	0,1	0,8
Saldo lopende rekening betalingsbalans (in mrd. \$)	-1,7	22,3	-17,8	2,5	-6,5	9,6
Vorderingsaldo overheid (in % bnp)	-0,2	0,7	-0,1	0,3	-0,1	0,4

a) Geaccumuleerde effecten als procentuele afwijking van het centrale pad c.q. absolute afwijking in procentpunten of miljarden dollars.

Bron: Cep 1986, blz. 81 en 84.

vooral hangen op de mogelijkheid tot afzetvergroting via onderbieding van buitenlandse concurrentie. De CPB-varianten suggereren bovendien dat ook op middellange termijn budgettaire restrictie negatieve gevolgen heeft vanwege de geïnduceerde internationale activiteitsreductie (zie tabel 3). Omgekeerd zijn dan van een expansief beleid via de internationale doorwerking wel gunstige indirecte effecten te verwachten. Maar de initiële tekortvergroting lijkt politiek nauwelijks haalbaar, enerzijds omdat een dergelijke beleidsombuiging collectieve actie vergt en per land bezien niet spoort met de politieke constellatie, anderzijds omdat een dergelijke beleidswijziging zal worden uitgelegd als het loslaten van de moeizaam bereikte budgettaire discipline, tenzij die gepaard gaat met de introductie van een maatregelenpakket dat uitdrukkelijk het tegendeel suggereert. Een en ander maakt een sterk expansief overheidsbudget in West-Europa zeer onaannemelijk.

De particuliere consumptie staat onder druk van de loonmatiging die uitgaat van de hoge werkloosheid. Een rentedaling zou de bestedingen wel kunnen stimuleren, maar de gevolgen van een dergelijke prikkel lijken in ieder geval beperkt.

Het voorgaande overziende blijken naast de particuliere investeringen nauwelijks andere bestedingscategorieën in aanmerking te komen voor de rol van vraagstimulator. Als onze eerdere taxatie juist is dat forse vraagimpulsen uit het buitenland evenmin voor de hand liggen, lijkt de conclusie onontkoombaar dat West-Europa zich in dubbel opzicht aan de eigen Bretels zal moeten optrekken. Groei-impulsen moeten vooral uit het binnenland komen, en gegeven de gebrekkige mogelijkheden wat betreft de overige bestedingscategorieën zullen het de investeringen moeten zijn die stijgen omdat de investeringen stijgen.

Het aanbod

Daarmee belanden wij bij de determinanten van het aanbod. Het investeringsgedrag staat onder invloed van krachten die in verschillende richting gaan. Ten aanzien van de te verwachten rendementsontwikkeling kan een aantal gunstige factoren worden opgesomd. De druk op de lonen kwam al eerder ter sprake. In Europese valuta zijn de grondstoffenprijzen in het afgelopen jaar aanzienlijk gedaald en lijkt zonder sterke expansie van de wereld-industriële productie eerder een daling dan een stijging voor de hand te liggen: veel grondstoffenlanden hebben zulke grote schulden dat een tendens tot vergroting van het aanbodvolume voor de hand ligt. Daling van internationale grondstoffenprijzen kan ook positieve gevolgen hebben voor de winstmarges in de industrie, omdat op grond van de huidige marktverhoudingen die voordelen mogelijk niet worden doorgegeven aan loontrekkers of afnemers. De kapitaalkosten staan onder druk van een dalende rente, althans nominaal, die zelf weer is te associëren met een daling van inflatie en inflatieverwachtingen. In de afgelo-

pen jaren gestegen rendementen vinden een weerslag in gestegen aandelenkoersen; eventueel gesteund door vooruitzichten op verdere renteverlaging kan dit aanleiding geven tot een verwachte verdere koersstijging. Dit soort ontwikkelingen vergroot de mogelijkheden voor ondernemingen via emissies (of indirect via winsthoudingen) een beroep te doen op de kapitaalmarkt, zonder dat daarbij sprake is van een directe koppeling tussen te betalen dividenden en de geldende, nog hoge, rente.

Voor zover het aan de kosten ligt, lijken de rendementen er gunstig voor te staan. Het antwoord op de vraag wat de opbrengsten – de prijzen – zullen doen lijkt sterk samen te hangen met de vooruitzichten voor de tweede belangrijke investeringsdeterminant: de afzetperspectieven. Daarvan hebben we zojuist gezien dat die sterk hangen op de ontwikkeling van de investeringen zelf. Hiermee komt ten aanzien van de investeringen een scherpe dichotomie naar voren. Ondanks een matig niveau van bezettingsgraden zijn de laatste jaren de rendementen aanzienlijk gestegen en voor de nabije toekomst lijken de kosten verder onder druk te staan. Dit biedt uitzicht op verder rendementsherstel, tenzij de prijzen nog sterker zouden dalen. Dat laatste lijkt niet uitgesloten, maar alleen waarschijnlijk als de afzetmogelijkheden sterk achterblijven bij de capaciteitsexpansie. De voorwaarden voor een snelle groei van de afzetmogelijkheden lijken ongunstig, tenzij de investeringen zelf flink groeien. Groei van de investeringen impliceert uiteraard ook een capaciteitsexpansie, maar gegeven het lage uitgangsniveau van de investeringen is daarvan vermoedelijk geen substantiële neerwaartse druk op de prijzen te verwachten.

De discussie omtrent de groeiperspectieven spitst zich zo toe op de investeringen.

Wat doen de investeringen?

Afgezien van de reeds genoemde zijn er nogal wat argumenten voor een pessimistische opstelling. In dit kader zullen we volstaan met een korte opsomming van een aantal relevante overwegingen, zonder daarvan de onderlinge samenhang of het relatieve belang nader uit te werken. Ondanks herstel van de winsten zijn de kapitaalrendementen in de verwerkende industrie gemiddeld nog niet erg hoog³⁾ en bovendien heel sterk gespreid. Op tal van punten heerst grote onzekerheid. Nationaal gezien zijn in de meeste landen de budgettaire problemen wel aangepakt, maar niet opgelost. Blijvende steun voor het gevoerde beleid is niet gegarandeerd gezien de hardnekkige werkloosheidsproblematiek. De olieprijsen zijn wel fors verlaagd, maar hun toekomstig niveau is onzeker. Tegenover de gunstige inkomenseffecten voor de oliebruikers staan de negatieve voor de producenten. De lagere dollarkoers

3) Zie b.v. OECD, *Economic Outlook*, nr. 38, december 1985.

versterkt de concurrentie van de Verenigde Staten; desondanks zijn protectionistische maatregelen van de VS niet uitgesloten.

Tegenover deze ongunstige factoren staat ook een groot aantal positieve. Bij betrekkelijk matige afzetontwikkelingen en bezettingsgraden is in de afgelopen jaren in de meeste landen niet alleen sprake geweest van winstherstel, maar ook van enig herstel van investeringen, hoewel het peil van de laatste historisch gezien nog laag ligt. Het winstherstel heeft bijgedragen aan de financiële sanering van de ondernemingen en zo de toegang tot de kapitaalmarkt verbeterd. Het ligt voor de hand dat de gevolgen van deze verbetering zich in de toekomst in toenemende mate zullen manifesteren. Hoewel duidelijke aanwijzingen in die richting ontbreken is het niet onaannemelijk dat deze verbeteringen zich zullen uiten in de realisatie van uitgestelde vervangingen en uitbreidingen. Het achterblijven van de Europese industrie bij de Amerikaanse en Japanse op sommige geavanceerde terreinen in de afgelopen jaren biedt in beginsel opnieuw de mogelijkheid via het inlopen van een technologische achterstand extra produktiviteitswinst te boeken. Naast de besproken druk op lonen, rente en grondstoffenprijzen kan deze produktiviteitswinst voor een kostenverlaging zorgen.

De sterke spreiding van economische condities over verschillende sectoren biedt in principe de mogelijkheid dat een aantal sterke sectoren als 'trekker' gaat optreden. In die zin kan een duale ontwikkeling bijdragen aan de dynamiek van onze economie. Eenmaal van de grond, ondervindt een ingezette expansie steun van een daling van de druk van uitkeringen en premies bij een toename van de werkgelegenheid. Tegenover de versterkte concurrentiepositie van de Verenigde Staten staan een verzwakking van die van Japan als gevolg van de gestegen waarde van de yen. Hoewel moeilijk te kwantificeren, ligt het ten slotte voor de hand, dat uitgevoerde en voorgenomen verschuivingen in de belastingstructuur en andere maatregelen die wel worden aangeduid als micro-beleid, op termijn zullen bijdragen tot het investeringsklimaat. Samenvattend blijkt een aantal argumenten voor een (bescheiden) Europese investerings-'boom' voorhanden. Confronteren we die argumenten met de eerder genoemde contra-indicaties dan is het moeilijk aan te geven welke krachten uiteindelijk sterker zullen zijn.

De visie van het CPB

De CPB-ramingen suggereren een matig herstel, maar een aantal varianten bevat de duidelijke boodschap dat een aanmerkelijk ongunstiger ontwikkeling niet wordt uitgesloten. Een harde voorspelling lijkt onmogelijk. Wel kan men speculeren over de elementen die uiteindelijk de doorslag zullen geven. Het lijkt waarschijnlijk dat die zullen liggen in de vertrouwenssfeer en sterk afhankelijk zullen zijn van het door potentiële investeerders voorziene beleid en hun vertrouwen daarin.

Wat dat betreft lijkt de speelruimte in het budgettaire beleid gering. Gebrek aan discipline zal het vertrouwen zeker ondermijnen, een te restrictief beleid kan in de huidige situatie gemakkelijk een cumulatieve deflatie in gang zetten.

Meer speling is aanwezig in het monetaire beleid. De vrees voor uit de hand lopende prijsstijgingen is niet langer reëel. Achteraf bezien blijkt de bestrijding van de inflatie met monetaire middelen via de gevolgen ervan voor vorderingen en schulden op nationaal en internationaal niveau de onzekerheid omtrent het prijspeil te hebben vervangen door onzekerheid omtrent het budgettaire en financiële beleid. Nu de inflatie is bedwongen, lijkt het daarom hoog tijd de monetaire voorwaarden te scheppen voor een financiële sanering binnen en tussen landen. Mede als gevolg van het gevoerde beleid was de rente de afgelopen jaren zo hoog dat slechts weinig investeringsprojecten in staat bleken een vergelijkbaar of hoger rendement te bieden. Een verlaging van de rente, vooral in reële termen, lijkt

daarom een belangrijke voorwaarde voor herstel. Individuele landen kunnen zich in dit opzicht weinig permitteren. Maar bij voorbeeld collectieve zachte leningen aan ontwikkelingslanden kunnen bijdragen tot een reductie van de rente op wereldniveau. Voorstellen in de lijn van dat van de Amerikaanse minister van Financiën, Baker, verdienen daarom serieuze steun. Voorwaarde voor een dergelijke operatie is echter dat een zekere monetaire verruiming gepaard gaat met een demonstratie van budgettaire disciplines.

Collectieve actie lijkt ook nodig om verdere protectie te voorkomen en via handelsliberalisatie de wereldhandel een nieuwe stimulans te geven. Het CPB lijkt op dit punt niet optimistisch.

Beleid op de wip

De prognoses van de economische ontwikkeling in het buitenland die het CPB voor de komende jaren presenteert, zijn niet duidelijk onrealistisch. Het beeld van matige groei, druk op inflatie en rente en een relatieve positieverbetering voor West-Europa spoort met andere projecties. Daarnaast legt het planbureau terecht nadruk op ongunstige effecten van sterk restrictief beleid en handelsbeperkingen. Het beeld van de gevolgen van een olieprijsdaling lijkt overdreven somber. Niettemin verdient de mogelijkheid dat de groei aanzienlijk zal achterblijven bij het cijfer van de centrale projectie aller aandacht.

De andere kant van de medaille is echter dat het ook veel beter zou kunnen gaan. Voorwaarde daarvoor is een internationaal afgestemd vinger-op-de-pols-beleid in de industriële landen dat door combinatie van monetaire en budgettaire instrumenten het juiste midden houdt tussen reflatie en deflatie. Sterker dan voorheen lijkt het beleid op de wip te zitten. Het is te hopen dat de betrokkenen de omvang van hun verantwoordelijkheden overzien.

J.C. Siebrand