

OESO leunt te veel op renteverlaging

De eind juni gepresenteerde 53e *Economic outlook* van de OESO begint met de woorden: "Overall OECD activity will expand only modestly this year. In many European countries, output is likely to contract ... Moderate recovery is expected for next year, but this is uncertain, especially for Europe". De figuren 1 en 2 vermelden enkele belangrijke ramingen. Uit de daarin vermelde vergelijking met de ramingen uit de vorige Outlook blijkt dat de OESO met name over Duitsland een stuk somberder is geworden.

Risico's en onzekerheden

De slag die het OESO-secretariaat bij de ramingen om de arm houdt, heeft te maken met de ramingsfouten die het in het verleden heeft gemaakt. Een evaluatie over de periode 1974-1992 laat grote onzekerheidsmarges zien, terwijl rond cyclische draaipunten de onzekerheid nog toeneemt.

Uit tabel 1 valt af te leiden dat de onzekerheidsmarge ten opzichte van de centrale of middenprojectie voor de zeven landen als geheel in 1993

Interval-schattingen reële bnp-groei in de G7-landen, in %

	1993	1994
Ver. Staten	1,9 à 3,3	2,1 à 4,1
Japan	0,3 à 1,7	1,9 à 4,7
Duitsland	-2,7 à -1,1	0,0 à 2,8
Frankrijk	-1,4 à 0,0	0,6 à 2,4
Italië	-1,0 à 0,6	0,2 à 3,2
Ver. Koninkrijk	1,0 à 2,6	1,5 à 4,3
Canada	2,2 à 4,0	2,9 à 6,1
Totaal	0,6 à 2,0	1,6 à 4,0

Bron: OESO, *Economic outlook*, juni 1993.

plus of min 0,7%-punt bedraagt en in 1994 zelfs 1,2%-punt bnp. Interessant is het verschil in ramingsonzekerheid voor de verschillende landen. Hoe groot de onzekerheidsmarges, gemiddeld genomen, ook al mogen zijn, waarschijnlijk zijn zij voor 1993 en 1994 nog aan de lage kant. Er lijkt momenteel toch minstens sprake van een conjuncturele omslag.

Bovendien is het zeer de vraag of het secretariaat bij zijn (model)-schattingen rekening heeft gehouden met de unieke economische transformatieprocessen die zich thans in Midden- en Oost-Europa, maar ook in Duitsland afspelen. Bij de drie door het secretariaat genoemde risico's en onzekerheden staan ze in elk geval niet vermeld. Wel genoemd worden:

- de onzekerheid over de mate waarin het saneringsproces van de financiële balansen van bedrijven en gezinnen al gevorderd is. Dit geldt vooral voor landen die een sterke stijging van de schuldenlast hebben gekend. De lage inflatie kan de noodzaak tot verdergaande saneringen stimuleren, omdat door de lage inflatie de nominale schulden niet worden weggeïnfleerd. Een onderdeel van dit schuldsaneringsproces betreft de spaarneiging van gezinnen. De Outlook bevat hierover een interessante gevoeligheidsanalyse. Daaruit blijkt dat een 1%-punt lagere spaarquote in de VS (huidig niveau ca. 4,75%) in 1,5 jaar een gecumuleerde economische groei-impuls geeft van 1%-punt, alsmede een blijvend hogere inflatie. In haar VS-raming is de OESO uitgegaan van een daling van de spaarquote in 1993/94 met in totaal 0,4%-punt. Dit ondanks het feit dat zij elders vermeldt dat de Amerikaanse gezinnen, in tegenstelling tot de bedrijven, nog weinig vooruitgang hebben geboekt met het wegwerken van hun schuld en dat hun spaarquote laag is. Beide factoren maken eerder een stijging dan een daling van de spaarquote aannemelijk. Zou de spaarquote inderdaad stijgen, dan komt de economische groei, alsmede de inflatie, volgend jaar navenant lager te liggen;
- de inflatie die als bron van zorg nog lang niet is opgedroogd. Over de Verenigde Staten bestaan twijfels terzake van de nog aanwezige onderbezetting van het productie-

apparaat, het Verenigd Koninkrijk en Italië worden genoemd met het oog op de recente forse devaluaties, terwijl de inflatie in een aantal landen nog altijd te hoog is.

- de onzekerheid over beleidsreacties op toekomstige gebeurtenissen en de uitwerking daarvan op de economie, o.a. betreffende het begrotingsbeleid in de VS en Japan en het monetaire beleid in Duitsland.

Het is, gegeven het bovenstaande, niet verwonderlijk dat het OESO-secretariaat concludeert dat "the risks around the projection for activity appear to be mostly on the downside, notably attaching to the speed with which lower interest rates may spark off European recovery". Vooral de laatste zinsnede doet vermoeden dat het secretariaat zich er onvoldoende rekenschap van geeft dat de huidige problemen in Europa niet succesvol kunnen blijven worden 'behandeld' met het traditionele instrument van monetaire verzuiming.

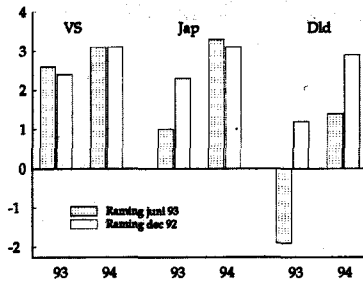
Positie van de grote landen

De Outlook biedt de mogelijkheid om de verschillende posities tussen de grote landen in de wereld nog eens onder de loep te nemen. Dit kan voor het beleid relevant zijn.

Als eerste zij vermeldt dat de problematiek van de schuldsaneringen en vermogensverliezen grotendeels aan het Europese vasteland is voorbijgegaan. Wat betreft de aanpassingslast van banken wordt dit in de Outlook geïllustreerd door het verloop van Moody's credit-ratings voor de lange-termijnschuld van bankleningen in een aantal landen. Deze problematiek blijkt het grootst in de VS, gevolgd door Japan en, in veel mindere mate, het VK en Frankrijk. De opgenomen Duitse banken (Deutsche Bank en Dresdner Bank) hebben daarentegen nog steeds de hoogste rating. Het feit dat de schuldenproblematiek in Europa veel minder sterk speelt dan elders het geval is, biedt volgens het OESO-secretariaat hoop dat de bestedingen in deze regio sneller op renteverlagingen zullen reageren dan in de VS en Japan.

Een tweede verschil betreft de concurrentiepositie. De lopende-rekeningontwikkelingen in 1990-1992 tonen aan dat de Amerikaanse export sneller is gegroeid dan de relevante

Figuur 1. Prognose reële bbp-groei, december 1992 resp. juni 1993, in %



exportmarkten. Voor Duitsland en Japan is dat niet het geval. Dit suggereert dat de Amerikaanse prijsconcurrentiepositie bij de huidige wisselkoersen goed is en de Japanse slecht. Het is dan ook de vraag of de recente Amerikaanse aanranding voor een verdere appreciatie van de yen wel zo nodig was. Deze vraag dringt zich des te meer op, daar uit een simulatie in de Outlook blijkt dat de yen-appreciatie sinds 1990 tot een hoger Japans lopende-rekeningsaldo en een hoger Amerikaans lopende-rekeningtekort heeft geleid dan bij een constante ruilvoet het geval zou zijn geweest. Bovendien wijst het secretariaat op het risico dat de recente scherpe appreciatie van de yen het ondernemersvertrouwen nog verder zal doen afnemen, terwijl de terugkeer van het vertrouwen juist een van de voorwaarden is voor economisch herstel.

Een derde verschil betreft de bruto-investeringsquote. Deze geeft een globale indicatie van de snelheid waarmee het productie-apparaat wordt vernieuwd. Een technologisch up-to-date machinepark is een belangrijk onderdeel van de concurrentiepositie op lange termijn. De Outlook bevat grafieken die laten zien dat in 1994 de investeringsquote in Japan binnen de groep van zeven rijke industrielanden nog steeds verreweg het hoogste is, ondanks de daling sinds 1992. In de VS is de quote nog steeds relatief laag, ondanks de stijging sinds 1992. De overige G7-landen nemen een tussenpositie in. Internationale vergelijkingen van de investeringsquotes dienen met de nodige voorzichtigheid te geschieden, omdat een hoge quote onder meer een uiting kan zijn van te hoge loonkosten of van een andere sectorstructuur. Niettemin verdienen deze gegevens de aandacht van beleidsmakers.

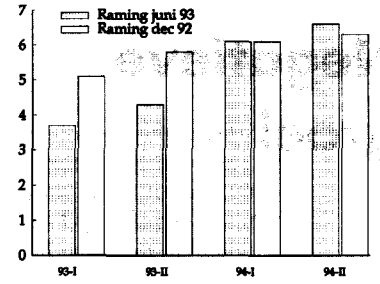
Noodzaak tot schuld en boete

De Economic outlook gaat voorts in op enkele structurele problemen. Een voorbeeld is de figuur die de veranderingen in de conjuncturele en structurele begrotingsposities voor nogal wat landen laat zien in de periode 1992-1994. Deze figuur toont glashelder de grote problematiek waar de totstandkoming van de EMU mee kampt. De monetaire-aslanden Duitsland en Frankrijk tonen weliswaar een structurele verbetering van hun begrotingspositie, maar dit gaat wel gepaard met een sterke conjuncturele verslechtering. Bovendien onderkent de OESO bij het Franse tekort recentelijk enige structurele achteruitgang. De kleine landen Nederland en België ondergaan zowel een structurele als een conjuncturele verbetering van hun begrotingspositie. Zelfs Italië en Portugal hebben zich in dit rijtje gevoegd.

Het secretariaat gaat heel omzichtig te werk bij het aangeven van de juiste toekomstige weg voor het begrotingsbeleid. Het stelt: "If a credible medium-term path of fiscal consolidation is established, room for a departure from that path could come from the working of the 'automatic stabilisers', so long as they are understood and accepted by markets as temporary, purely cyclical developments". Vervolgens noemt het echter weer enkele gevaren van deze politiek. Bovendien dringt het niet door tot één van de grootste problemen voor de concurrentiepositie en dus voor de werkgelegenheid van Europa, namelijk de hoge collectieve-las-tendruk in veel landen. Wel vermeldt het secretariaat dat de trendmatige stijging van de werkloosheid in Japan en in de Verenigde Staten zeer matig is vergeleken met de explosieve stijging in de EG. In de Outlook wordt geconcludeerd dat "these wide differences ... are suggestive of the major role that different institutional set-ups play in determining structural unemployment". Dit is wel erg weinig aandacht voor wat toch kan worden beschouwd als één van de grootste Europese problemen van dit moment.

Het secretariaat heeft hier een kans gemist omdat de voorzet al gegeven is in het in de Outlook opgenomen Statement van het Economic Policy Committee (EPC). Hierin stelt het EPC dat "a sustained recovery in

Figuur 2. Prognose groei wereldhandel, dec. 1992 resp. juni 1993, in %



output is a necessary ... , but not a sufficient condition for bringing these (unemployment) rates down lastingly to levels which could be viewed as acceptable". En verder: de noodzakelijke "adjustments may well have short-term costs ... but attempting to avoid pain by delaying adjustment will serve only to increase the ultimate cost over the longer term."

Het is belangrijk om nu met die aanpassing te beginnen, ook al zitten we in een recessie. Het secretariaat gaat deze noodzakelijke, doch politiek gevoelige aansporing tot schuld en boete uit de weg, door het heil vooral van de monetaire politiek te verwachten: "Most of the burden for taking effective action to induce and sustain recovery has fallen and will continue to fall on monetary policy".

Fred von Dewall
Kees Hoekerd

Beiden zijn medewerkers van het Economisch Bureau van de ING Bank