

Conjunctuur

OESO te optimistisch

De jongstleden woensdag aan de pers gepresenteerde *Economic Outlook* schetst een optimistisch beeld van de wereldeconomie. Getuige de groeiramingen voor de belangrijkste landen komt er een einde aan de recessie in de Angelsaksische landen (tabel 1). Japan en de OESO-lidstaten op het Europese vasteland blijven groeien, zij het minder onstuwig dan in 1989 en 1990. Traditiegetrouw somt de OESO bij het basisscenario enkele risico's op, die ervoor zouden kunnen zorgen dat een alternatief scenario actueel wordt. Verzuimd wordt echter aan te geven welke factoren tot dit alternatieve scenario leiden en hoe dit alternatieve scenario eruit zou kunnen zien. Met name hieraan zal in het onderhavige aandacht worden besteed.

Inflatie-risico VS groot

Wat betreft de Angelsaksische landen vestigt de OESO haar hoop op de doorgevoerde verruiming van het monetaire beleid, op het vertrouwensherstel als gevolg van de beëindiging van het Golfconflict, op de 'de-stocking' die heeft plaatsgevonden en op het feit dat in deze landen de stabiliserende werking van de overheidsbegroting niet is gefrustreerd door additionele bezuinigingen. Er wordt verwacht dat de consumptieve bestedingen een groeiherstel zullen inluiden, waarna de bedrijfsinvesteringen zullen volgen. De Amerikaanse economie kan diensgevolge in 1992 met zo'n 3% groeien en zal daardoor met Japan behoren tot de toppers van de G7. Het verschil tussen de VS en Japan is echter, dat een dergelijk expansietempo een potentieel inflatiegevaar voor de Amerikaanse economie inhoudt, gelet op de door de OESO berekende potentiële groei van 2%. De Japanse economie daarentegen presteert met een groei van circa 3% onder haar kunnen, gegeven de groei van de productiecapaciteit met 4%. Deze spanningsproblematiek uit zich in blijvende handelsonevenwichtigheden en in het feit dat de 'home made'-inflatie in de VS structu-

reel circa 2% hoger is dan de Japanse inflatie. In deze context wekt het verbazing dat de OESO concludeert dat "the external disequilibria (...) are of considerably less policy concern".

Europa doet het slecht

Europa doet het in 1991 en 1992 slecht. De groei loopt terug, de inflatie stabiliseert op een onacceptabel hoog niveau en de lopende rekening raakt in de rode cijfers (de cijfers voor 1991 worden vertekend door overdrachten aan met name de VS uit hoofde van operatie Desert Storm). Oorzaken voor de groeivertraging zijn het aanhoudend krappe monetaire beleid en de recessies in de Angelsaksische landen. Dat de Europese landen niet in een recessie terecht komen, moet op het conto worden geschreven van het groeiherstel in de Angelsaksische landen. Wordt daarin een gat geschoten, dan stagneert ook de groei in continentaal Europa en wordt een alternatief scenario actueel.

Keynesiaanse onderbesteding

Uit de Outlook kan worden opgemaakt, dat de OESO van mening is dat er sprake is van een Keynesiaanse onderbesteding, met name in de Angelsaksische landen. Dit is de reden dat de renteverlagingen in onder meer de VS en het VK niet worden bekritiseerd en dat de werking van de 'automatic stabilizers' in de overheidsbegrotingen in deze landen met instemming wordt begroet. Omdat daarnaast enkele aanbodfactoren, met name een fragiel bankwe-

zen, zorgen voor een gedempt economisch herstel, kan in de optiek van de OESO de opleving van de wereldeconomie geschieden zonder nieuwe inflatoire spanningen. Ter zijde zij opgemerkt dat de BIS in haar jaarverslag (terecht) een andere mening is toegedaan. Dientengevolge zal volgens de OESO het Amerikaanse monetaire beleid in de komende anderhalf jaar niet worden verkrappt, zoals tabel 2 aangeeft en kan de kapitaalmarktrente dalen tot 8%. Een verkrapting dreigt alleen, indien het herstel krachtiger uitvalt of als het Amerikaanse begrotingstekort fors oploopt. Maar ook onder deze omstandigheden vreest de OESO niet voor een W-vormige recessie en blijven de VS, en in hun kielzog de andere Angelsaksische landen, de locomotief voor de wereldeconomie.

Analyse ongeloofwaardig

Op de OESO-analyse valt het nodige af te dingen. Ten eerste is weliswaar vertrouwensherstel opgetreden, maar het consumentenvertrouwen noteert nog steeds aanzienlijk lager dan voor het uitbreken van de Golfoorlog.

Ten tweede is, tegen de achtergrond van de te constateren conjunctuurvertraging in Europa en Japan, onduidelijk waar de (export)groei van de Angelsaksische landen vandaan moet komen (een factor die meer geprononceerd wordt, naarmate de dollar verder aan kracht wint, hetgeen in het licht van de geprognosticeerde ontwikkeling mag worden verwacht).

Tabel 1. Kerngegevens Economic Outlook^a

	1990	1991	1992
Groei			
VS	0,9	-0,2	3,1
Japan	5,6	3,5	3,5
Duitsland	4,5	2,8	2,2
OESO-Europa	2,8	1,4	2,4
Inflatie			
VS	4,1	4,0	3,6
Japan	1,9	2,3	1,9
Duitsland	3,4	4,0	4,2
OESO-Europa	5,8	5,7	5,1
Lopende rekening			
VS	-99	-9	-58
Japan	36	41	52
Duitsland	48	0	11
OESO-Europa	-1	-34	-17

a. Groei en inflatie in procenten, lopende rekening in miljard US \$.

Ten derde is het hoogst onzeker of de Fed niet zal reageren op het groeiherstel. Cruciaal in dit opzicht is onzes inziens het antwoord op de in de Outlook niet gestelde vraag of het Amerikaanse monetaire beleid wellicht te fors is verruimd, met het oog op het fragiele Amerikaanse bankwezen. Deze vraag moet naar onze mening bevestigend worden beantwoord. Terecht wordt geconstateerd dat de recessie in de VS mild is geweest, getuige de beperkte dalingen van de bezettingsgraad en de inflatie en de geringe stijging van het werkloosheidspercentage. Deze drie spanningsindicatoren bevinden zich immers nog steeds op niveaus die in 1987/1988 werden bereikt en die toen voor de Federal Reserve de aanleiding vormden om het monetaire beleid te verkrappen.

Dit impliceert dat de Fed, als het OESO-scenario actueel wordt, het aan haar reputatie verplicht is om het monetaire beleid te verkrappen. Hoe hard moet worden geremd, is echter onduidelijk, omdat de fragiliteit van het Amerikaanse bankwezen en de daaruit voortvloeiende 'credit crunch' de remweg van het monetaire beleid aanzienlijk hebben verkort (een aspect van het beleid dat in de Outlook ten onrechte wordt veronachtzaamd). Mocht de Fed om deze laatste reden afzien van een snelle reactie, dan zal de kapitaalmarkt reageren met verdere koersdalingen, een zelfde reactie als gedurende het eerste halfjaar van 1991 is opgetreden. Te zamen met de tegenzittende afzetontwikkeling op de exportmarkten, kan dit een nieuwe neergaande fase inluiden, na een kortstondig herstel van de Amerikaanse economie: de W-vormige recessie is dan een feit.

Spanning in EMS

Dit vergroot de kans op een recessie in Europa. Om de Amerikaanse locomotief te vervangen, is een verruiming van het Europese monetaire beleid noodzakelijk. Dit is echter het eerstkomende halfjaar uitgesloten, gelet op de eenwordingsproblematiek in Duitsland. Wel is de noodzaak voor een nieuwe discontoverhoging in Duitsland, zoals voorspeld door de OESO, minder groot. Voortzetting van het huidige krappe monetaire beleid door de Bundesbank is, tegen het decor van recessies in enkele EMS-landen en een nulgroei in de tweede helft van 1991 in het westelijk deel van Duitsland, voldoende om de inflatie structureel on-

Tabel 2. Renteprognose

	1990	1991	1992
Geldmarkt			
VS	7,5	5,9	5,9
Japan	7,7	7,6	6,9
Duitsland	8,5	9,3	9,4
Kapitaalmarkt			
VS	8,6	8,0	8,0
Japan	7,4	6,6	6,6
Duitsland	8,8	8,7	8,8

der de 4% te houden. De OESO verwacht echter niet dat het Duitse monetaire beleid zal leiden tot spanningen in het EMS, terwijl daarvoor de nodige ingrediënten voorhanden zijn. In het alternatieve scenario is de kans groot dat met name de Zuid-europese landen het door hen gevoerde monetaire beleid niet kunnen volhouden. De peseta zal de volle bandbreedte moeten benutten, terwijl Italië zich genoodzaakt ziet tot een devaluatie. Uiteraard zullen beide landen proberen dit uit te stellen tot na de beëindiging van de intergouvernementele conferentie over de EMU, om het gezichtsverlies aan de onderhandelingstafel te beperken. Deze EMS-ontwikkelingen betekenen eerherstel voor de Duitse mark en dragen bij aan de prijsstabiliteit in Duitsland. De Zuid-europese landen (en mogelijk het VK) daarentegen zullen hierdoor te kampen krijgen met een verslechterend inflatieperspectief. De schuld moeten ze echter bij zichzelf zoeken. Een andere mix tussen het begrotingsbeleid en het monetaire beleid zou deze ontwikkeling hebben voorkomen.

Onvoldoende stellingname

Hiermee is een opstapje gemaakt naar het belangrijkste punt van kritiek op de nieuwste OESO-Outlook. Niettegenstaande het feit dat de OESO in de Economic Outlook geen stelling mag nemen tegen het gevoerde beleid van individuele lidstaten (in tegenstelling tot de Surveys, waarin dit wel is toegestaan), zou toch harder van leer moeten zijn getrokken tegen het gevoerde beleid in de belangrijkste lidstaten, in het bijzonder de gekozen mix van het begrotings- en monetaire beleid. Nu wordt volstaan met de opmerking dat veel lidstaten in de hoogconjunctuur onvoldoende voortgang hebben geboekt met het saneren van de overheidsfinanciën, maar dat in de thans tegenzittende conjunctuur het

geoorloofd is begrotingstekorten te laten oplopen. Overigens merkt de OESO op dat dit niet geldt voor landen met een te hoge staatsschuldquote; zij moeten vasthouden aan aangekondigde tijdpaden die voorzien in de reductie van het tekort. Al lezende kan men zich niet aan de indruk onttrekken dat de OESO eerder betrokken stellingen heeft verlaten en dat men deels is gezwicht voor Amerikaanse druk om een wereldwijde recessie met renteverlagingen en eventueel hogere begrotingstekorten te bezweren (het heeft er alle schijn van dat hetzelfde kan worden gezegd van de Japanse centrale bank, na de discontoverlaging van maandag 1 juli).

Meer kritische kanttekeningen bij zowel het Duitse als het Amerikaanse begrotingsbeleid waren op hun plaats geweest. Dat de Amerikaanse overheid ten koste van de belastingbetaler een slordige \$ 500 mrd. uitrekt om deels de speculatieve 'bellen' uit de gouden jaren tachtig te consolideren, is moeilijk te verteren in een tijd dat onder andere de Oost-europese landen een enorme kapitaalbehoefte aan de dag leggen. De OESO volstaat slechts met het in één pagina aan de kaak stellen van de begrotingsimplicaties van 'off budget'-programma's. Ter zijde wordt daarbij overigens terecht gewezen op de kwaadaardige aspecten van het omslagstelsel bij de pensioenvoorzieningen, een vingerwijzing voor degenen die recent de discussie hebben aangezwengeld over de nadelen van het in Nederland gehanteerde dekkingsstelsel.

M.O. Nijkamp

De auteur is hoofd van de afdeling Internationale Zaken van het Economisch Bureau van de NMB Postbank Groep.