

## Stilte na de storm

Ruim twee maanden nadat een herfststorm de aandelenbeurzen trof en tot dan toe gezond ogende aandelen van hun comfortabele hoge positie rukte, is men nog steeds bezig de schade op te nemen. Het directe verlies aan vermogen was snel berekend. Omtrent de gevolgen op langere termijn valt echter nog weinig met zekerheid te zeggen. Illustratief voor het gebrek aan houvast is dat sommigen een recessie in de Verenigde Staten voorspellen in de eerste helft van 1988<sup>1</sup>, anderen juist vanaf het laatste kwartaal van volgend jaar. Een derde groep economische profeten ziet donkere wolken samenpakken boven het jaar 1989. Weer anderen voorzien pas in de loop van het volgend decennium een negatieve groei. De partij die ik in dit koor wens mee te zingen, schrijf ik hierbij voor u uit.

### De wereld in 1987

Lange tijd heeft het ernaar uitgezien dat 1987 het jaar van het Louvre-akkoord zou worden. Nadat in januari de Amerikaanse dollar opnieuw in koers was gedaald en daarbij zelfs de *f* 2 even doorbrak, wisten de autoriteiten in de zeven belangrijkste industrielanden in februari de wereld ervan te overtuigen dat de op dat moment geldende wisselkoersverhoudingen een juiste weerspiegeling waren van de economische krachtsverhoudingen. Van het al eerder uitgeschreven recept ter bestrijding van de mondiale betalingsbalans- onevenwichtigheden was het medicijn dollardaling voldoende toegediend. Nu was het zaak de Westeuropese en Japanse economieën te stimuleren en daarmee de Amerikanen de ruimte te geven voor het aanpakken van hun begrotingstekort.

Het resultaat is bekend. De Westduitse economie vertoonde nauwelijks enige groei, niet alleen omdat — voor de derde keer — een strenge winter de uitkomsten van het eerste kwartaal negatief beïnvloedde en de consument vooral in de tweede helft van het jaar liever spaarde dan besteedde, maar ook omdat er wel degelijk sprake was van *toegenomen importpenetratie en minder ruimte voor export*. Dit laatste gold aanvankelijk in nog sterkere mate voor Japan. Een op zich zelf bevredigende stijging van de binnenlandse vraag werd in dit land grotendeels afgeroomd door

een negatieve volumebijdrage vanuit de buitenlandse handel. Naarmate het jaar vorderde, bleek het Japanse bedrijfsleven zich echter steeds beter te kunnen aanpassen aan de weliswaar lage, maar ook stabiele dollarkoers. Dat kwam tot uitdrukking in een sterke groei van de export (6,7% inclusief diensten) in het derde kwartaal.

Onder meer verwijzend naar de in hun ogen bevredigende importtoename meenden West-Duitsland en Japan dat bij het G7-overleg van september slechts eerdere akkoorden bevestigd behoeften te worden. De Bondsrepubliek veronderstelde zelfs de ruimte te hebben voor het voeren van een door binnenlandse factoren ingegeven monetair beleid.

De te hoge geldgroei werd dan ook bestreden met een verhoging van de rentetarieven. Voor zover er nog aanpassingen in het economisch beleid noodzakelijk waren, keken beide landen toch vooral naar hun handelspartner aan de overzijde van de Atlantische respectievelijk Stille Oceaan.

Deze houding stuitte in de VS op onbegrip. Het gegeven dat het federale financieringstekort was gedaald van \$ 221 mrd. in fiscaal 1986 tot \$ 148 mrd. in 1987 zonder dat dit leidde tot een afname van het tekort op de handelsbalans, duidde er immers op dat andere landen aan zet waren. Afgaande op de gegevens over de eerste helft van het jaar, werd daarbij de belangstelling enigszins verlegd van Japan naar West-Europa en Canada.

### De crisis

De afgelopen jaren had het voeren van een discussie over de rol van de ander steeds betekend dat de dollarkoers daalde. Met deze wetenschap gewapend kondigde Japan in september een forsere belastingverlaging aan dan eerder was gepland en presenteerde de Westduitse regering een begroting waarin de reeds aangekondigde belastingverlaging, maar ook een wat oplopend financieringstekort waren verwerkt. Bovendien steeg in de VS de rente.

Het mocht niet baten. Het Amerikaanse handelsbalanstekort bleef hoog, onder meer omdat de Amerikaanse consument onder veronachtzaming van zijn lage spaarquote de bestedingen

bleef opvoeren en omdat de ruimte voor uitvoer naar West-Europa en Japan vooral door landen als Zuid-Korea en Taiwan (hierna: de NIC's) werd opgevuld. Overigens groeide ook de uitvoer van de VS het afgelopen jaar met ca. 12%, maar vanwege de grote discrepantie tussen invoer en uitvoer en een negatieve ruilvoet kwam dit niet in de handelsbalans tot uitdrukking. Toen de onvrede over het uitblijven van adequate, internationaal gecoördineerde maatregelen nog werd versterkt door signalen van onverschilligheid, zoals de langdurige begrotingsonderhandelingen in de VS en de rentestijging in West-Duitsland, brak de storm los. Aandelen en dollar dwarrelden omlaag.

Vrijwel onmiddellijk toonden vooral de Amerikaanse autoriteiten wel iets van 1929 te hebben geleerd. De FED verruimde het monetair beleid aanzienlijk, later zeer aarzelend gevolgd door de Bundesbank. De Westduitsers kondigden aan een uit hoofde van de gewijzigde omstandigheden te verwachten hoger begrotingstekort te zullen accepteren. Erg overtuigend was dit echter nog niet. Er lijkt — althans in mondiaal verband — nog onvoldoende sprake te zijn van enige internationale beleidscoördinatie en het zeer moeizaam tot stand gekomen compromis over de Amerikaanse begroting is weinig vertrouwenwekkend. De getroffen maatregelen mogen dan voldoende zijn om het gevaar op verdere koersdalingen van aandelen en dollar in te dammen, veel groter is hun effect evenwel niet.

### De vooruitzichten: basisveronderstellingen

De beurscrisis heeft een temperende invloed op de economische groei, zij het in sterkere mate in de VS, waar het aandelenbezit van particulieren relatief omvangrijk is, dan in de overige landen. Gevaar voor een mondiale recessie is er voorlopig echter niet. Ik kom daar later nog op terug.

Omdat de groeivertraging van de binnenlandse bestedingen in de VS groter zal zijn dan elders, draagt de beurscri-

1. Onder recessie verstaat men dan, in afwijking van de theoretisch juiste definitie, een periode van negatieve groei van ten minste twee kwartalen.

sis meer bij tot de afname van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden dan het tot nu toe gevoerde G7-overleg. Wel ondersteunt de door de centrale banken begeleide koersdaling van de dollar van eind vorig jaar de op evenwicht gerichte tendens. Vanwege het toenemend solisme in de VS en de Bondsrepubliek, maar ook vanwege het ontbreken van een geloofwaardige voorzitter, zal de G7 voorlopig een krachteloos forum blijven, zodat de onzekerheid op de internationale markten blijft bestaan.

De — mede door de beurscrisis veroorzaakte — trage groei van de wereldhandel en het overaanbod bij de meeste produkten zullen de grondstofprijzen voorlopig onder druk zetten. Dit geldt ook voor metalen, waar aangetrokken door de prijsstijgingen al in 1987 de varkenscyclus lijkt te zijn ingezet. Later mag, met uitzondering van de meeste landbouwprodukten, een reëel constant prijsniveau worden verondersteld.

Alleen al gezien de geërodeerde vermogenspositie van de rijke olielanden is het recente OPEC-akkoord zeer broos. Daar komt nog bij dat de werkelijke produktie ver boven de doelstelling ligt. Zo werden in november 18 mln. vaten per dag geproduceerd, of wel 2,2 mln. te veel. Bovendien wordt binnenkort een nieuwe pijpleiding ten behoeve van Irak geopend, waardoor de exportcapaciteit van dit land, dat zich onttrekt aan het OPEC-akkoord, met 1,4 mln. vaten per dag stijgt. Een olieprijs van gemiddeld \$ 15 per vat lijkt dan ook het hoogst haalbare voor 1988. Daarna zal de olieprijs op zijn hoogst de Amerikaanse inflatie kunnen volgen.

### De vooruitzichten voor de VS

De eerste gegevens over het laatste kwartaal van vorig jaar bevestigen de mening dat de beurscrisis vrij direct tot een groeivertraging heeft geleid, die onder meer door onvrijwillige voorraadvorming evenwel nog beperkt zal zijn gebleven. In de eerste helft van dit jaar zullen de gevolgen van de crisis derhalve het sterkst merkbaar zijn. In de veronderstelling dat de consumptie in zijn veranderde vermogenspositie aanleiding vindt zijn spaarquote op een hoger peil te brengen zal de consumptieve vraag zwak blijven en de woningbouw inkrimpen. In combinatie met de geringere eigen-vermogensbasis van bedrijven vermindert dit de lust tot investeren. De binnenlandse vraag zal derhalve dalen.

Een rechtstreeks gevolg hiervan is een afname van het importvolume. Daar staat tegenover een uitbundige stijging van de uitvoer, als resultante van de in vergelijking met vorig jaar lagere dollar en statistische overloop. Zo

het bruto nationaal produkt (bnp) al zal dalen, zal deze 'recessie' gering van omvang zijn en zich concentreren op het eerste en wellicht het tweede kwartaal. De volume-ontwikkelingen bij de buitenlandse handel zullen nu wel kunnen leiden tot een reductie van het handelsbalanstekort. Niet alleen zal het verschil in mutatie omvangrijk zijn (export +12%, import -3% op jaarbasis), ook zijn er geen negatieve effecten vanuit de ruilvoet te verwachten. De dollar koers is weliswaar lager, maar de grondstofprijzen (inclusief olie) eveneens, zodat de invoerprijsstijging beperkt kan blijven. Inflatoire impulsen vanuit binnenlandse factoren zijn evenmin te verwachten, zodat de inflatie zeker niet zal stijgen.

In de tweede helft van het jaar kan groeiherstel optreden, vooral door toenemend consumentenvertrouwen, maar ook door handhaving van de positieve bijdrage van de exportsector. De consument zal dan tot de conclusie zijn gekomen dat zijn beschikbaar inkomen door de beurscrisis noch door extra inflatie is aangetast. Mogelijk is eveneens enige duidelijkheid ontstaan over de identiteit van de nieuwe president.

Met dit laatste is overigens een factor genoemd die in een gedragswetenschap als de economie niet onbesproken mag blijven. Er is in de VS, evenals in de nadagen van president Carter, een 'alles is beter dan ...'-stemming ontstaan, die de economische activiteit nu afremt (en ook het vermogen van de VS de G7 te domineren). Een betrouwbaar geachte nieuwe president heft deze belemmering op en kan alleen al door zijn verkiezing de economische groei stimuleren. De door sommigen voorspelde recessie aan het eind van 1988 lijkt dan ook minder waarschijnlijk.

Recessiegevaar is wel aanwezig in 1989. De nieuwe president, die in februari aantreedt na in november 1988 te zijn gekozen, zal zich trachten waar te maken door schoon schip te maken ten aanzien van de begroting. Hij zal geconfronteerd worden met een werkelijk tekort van ongeveer \$ 175 mrd. in 1988 (het verschil met de raming wordt veroorzaakt door te optimistische veronderstellingen over de conjunctuur), maar moet omwille van zijn geloofwaardigheid in 1989 duidelijk uitkomen onder het voor 1988 begrote tekort. De minimaal daarvoor vereiste bezuiniging is \$ 40 à 50 mrd. of wel zo'n 1% van het bnp.

Toch ben ik van mening dat ook dan in de VS ruimte voor groei aanwezig blijft. Een goed geformuleerd en met daadkracht uitgevoerd bezuinigingsprogramma roept immers eerder vertrouwen dan aarzeling op. Dit vertrouwen zal ook tot uitdrukking komen in de wisselkoers van de dollar, die — na zich in de eerste helft van 1988 moeizaam rond  $f$  1,80 gehandhaafd te hebben —

volgens jaar zonder al te veel problemen boven de  $f$  2 moet kunnen blijven.

Angst voor inflatie is in een dergelijk klimaat ongegrond. Er bestaat dan voldoende ruimte voor een toename van de particuliere consumptie. Bovendien zal de buitenlandse handel opnieuw een positieve bijdrage leveren aan de economie, daarmee ook investeringen uitlokkend, zodat — ondanks de overheidsbezuinigingen — een groeiraming van 1 à 1,5% aan de voorzichtige kant lijkt. In de jaren daarna kunnen de overheidsbezuinigingen beperkter van omvang zijn, maar zal ook het internationale bedrijfsleven zich beter hebben aangepast aan de heersende concurrentieverhoudingen. Een licht oplopende economische groei zal in die periode geleidelijk weer meer door de binnenlandse vraag dan door de export worden ondersteund. De kans op inflatie neemt daardoor enigszins toe, terwijl de reductie van het handelsbalanstekort veel trager gaat verlopen. Mogelijk kan de dollar dan weer onder druk komen te staan.

### De vooruitzichten voor de rest van de OECD

De afname van het handelsbalanstekort van de VS zal dit jaar vooral ten koste gaan van Japan. In West-Europa houden negatieve volume- en positieve ruilvoetontwikkelingen elkaar in evenwicht. Daardoor zullen de lopende-rekeningcijfers, met uitzondering van die voor het VK en Frankrijk, weinig afwijken van die in 1987. Het grootste probleem voor met name Japan is het toenemend marktaandeel van de NIC's. Deze landen dreigen de Japanse rol in de VS over te nemen, en zijn ook het meest begunstigd bij de toegenomen afzetruimte elders. In de komende Gatt-onderhandelingen zullen de VS, West-Europa en Japan derhalve dreigen met protectionistische maatregelen, tenzij ook de NIC's hun munt laten appreciëren. Taiwan is onder druk al tot zo'n beleid overgegaan.

De gevolgen van de beurscrisis voor de diverse vraagcomponenten lopen uiteen. De particuliere consumptie zal in de meeste landen eerder meer dan minder toenemen in vergelijking met eerdere ramingen. De doorsnee-gesinshuishouding lijkt van de crisis nauwelijks onder de indruk (daar was haar aandelenbezit ook te gering voor), terwijl de inflatieverwachtingen door de daling van olieprijs en dollarkoers en de minder positieve vooruitzichten voor de overige grondstofprijzen neerwaarts moeten worden bijgesteld.

Aan de andere kant zullen lagere dollar en geslonken vermogen de investeringsneiging verminderen. Bovendien moeten de uitvoerramingen omlaag,

die voor de invoer daarentegen omhoog worden bijgesteld. Al met al blijft de prognose van voor de crisis van een (te) trage economische groei vrijwel onaangetast, maar zij komt wel op een andere wijze tot stand.

In de jaren daarna verandert er weinig aan dit beeld. De Westduitse regering zal weigeren de voor 1990 geplande belastinghervorming te vervroegen met als argument, dat de weliswaar geringe groei van de economie in 1988 te wijten is aan toenemende importpenetratie bij een zich alleszins redelijk ontwikkelende binnenlandse vraag. Van het jaar 1989, met een wat hogere dollar, maar ook een fors bezuinigende Amerikaanse overheid, moet daarom niet te veel worden verwacht. Merkwaardig is overigens de geringe aandacht die de Westduitse regering besteedt aan groeiremmende factoren. Nu bij een licht dalende bevolkingsomvang produktiviteitsverbetering de belangrijkste bron van groei is, vormen niet-produktieve en vaak zwaar gesubsidieerde bedrijfstakken, zoals staal, steenkool maar ook landbouw, een niet te onderschatten probleem.

In de meeste Westeuropese landen zal na vele jaren restrictief overheidsbeleid de budgettaire discipline — vooral in de zuidelijke Europese landen — geleidelijk verslappen. Bovendien zal de soepelheid van de vakbonden afnemen naarmate deze er meer van overtuigd raken, dat bij de huidige arbeidsmarktverhoudingen de werkloosheid voor een groot deel structureel is. Hierdoor kan de economische groei versnellen, evenals de inflatie.

De komende jaren zijn voor de geloofwaardigheid van de EG van doorslaggevend belang. Het lijkt uitgesloten dat de voor de periode tot en met 1992 gestelde doelstellingen ten aanzien van het wegnemen van handelsbelemmeringen worden bereikt. Hiervoor zijn de tegenstellingen tussen de lidstaten te groot, terwijl geen budgetruimte aanwezig is om eventueel gevraagde compensaties te financieren. Deze vertragung zal men trachten te camoufleren door in de periode tot en met 1992 wel het kapitaalverkeer zoveel mogelijk vrij te maken. Hiermee wordt evenwel een nieuw probleem gecreëerd. Kapitaalstromen zullen zich immers richten naar de meest profijtelijke plaats. Zonder een toereikende coördinatie van het economische beleid legt kapitaalmarktliberalisatie dan de basis voor een zich versnellende reeks wisselkoersaanpassingen in het EMS.

Het laat zich overigens aanzien dat na de Franse presidentsverkiezingen van begin mei een nieuwe herschikking van de wisselkoersen binnen het EMS zal plaatsvinden, waarbij Franse frank en lire zullen devalueren en gulden en mark revalueren. Gegeven de opstel-

ling van mevrouw Thatcher is toetreding van sterling tot het EMS dan waarschijnlijk niet aan de orde. Mogelijk wordt dit zelfs, met het opheffen van de financiële Belgische frank, tot na 1990 uitgesteld. In september 1989 zullen peseta en escudo in de ecu-korf worden opgenomen. Naar verwachting gaat de peseta dan tevens deelnemen aan het EMS en er zijn geruchten, dat de Italianen dan de fluctuatiemarge van de (zware?) lire zullen willen beperken van de huidige 2x6% tot de normale 2x2,25%.

Japan verkeert de komende jaren in een overgangsfase van mede door de export geleide groei naar een grotere nadruk op hogere binnenlandse bestedingen, hetgeen gepaard zal gaan met het meer open stellen van de Japanse markt en het ontmoedigen van besparingen. Dit drukt de groeioprognose tot een overigens voor een ontwikkeld land nog alleszins acceptabel gemiddelde van rond de 3% de komende jaren.

Er zal verder een geleidelijke verschuiving optreden van de Japanse uitvoer, die minder op de VS en meer op Europa gericht zal worden. De kapitaalstroom van Japan naar de VS zal echter aanhouden met wellicht een zwaarder accent op directe investeringen. Dit impliceert dat Japan de Amerikaanse economische groei zal bevorderen, terwijl het de groei van Europa juist afremt.

### De vooruitzichten voor de rest van de wereld

Het zal na het voorgaande duidelijk zijn dat vooral de grondstofexporterende landen (inclusief olie-exporteurs) een probleemjaar tegemoet gaan. Ruimte voor prijsstijging is er niet of nauwelijks (dikwijls zelfs integendeel), terwijl op veel markten de toch al geringe toename van de vraag moet worden gedeeld met steeds meer aanbieders. Palmolie is hiervan een voorbeeld. Voor de komende jaren is in deze situatie nauwelijks verbetering te verwachten.

De NIC's zullen hun prestatie van het afgelopen jaar (zoals Zuid-Korea met een economische groei van 12%) niet kunnen herhalen. Toch zal er ondanks dreigend protectionisme, een geringe stijging van de wereldhandel en een afgedwongen appreciatie van hun munt voldoende ruimte blijven bestaan voor een goed economisch resultaat (een gemiddelde bnp-stijging per jaar van 5%).

Een redelijke groei zal eveneens kunnen worden bereikt in India en China. Deze landen zijn in de komende jaren niet alleen een aantrekkelijke afzetmarkt voor geavanceerde (kapitaal)goederen, maar vormen geleidelijk een steeds grotere bedreiging voor de uit-

voer van de overige ontwikkelingslanden. De NIC's zullen hiervan het minst te lijden hebben, mits zij hun exportpakket tijdig aanpakken.

Weinig florissant zijn de vooruitzichten voor de meeste Latijns Amerikaanse landen. Reeds zuchtend onder de lasten van een torenhoge schuld worden zij geconfronteerd met een dalende vraag naar hun produkten vanuit de belangrijkste afzetmarkt, de VS. De schuld-export-verhouding zal daarom eerder verslechteren dan verbeteren, hetgeen de bereidheid de schuldverplichtingen na te komen zeker niet zal bevorderen. In de komende jaren blijft het vinden van een balans tussen het voldoen aan de schuldverplichtingen, het omlaag drukken van de inflatie en het stimuleren van de economie bij behoud van politieke stabiliteit een schier onoplosbaar probleem.

De situatie in de meeste Afrikaanse landen is in de huidige omstandigheden uitzichtsloos. Zelfs indien een juist economisch beleid zou worden gevoerd, en dat is niet overal het geval, is zonder externe hulp elke hoop op verbetering ijdel.

### Besluit

Eén van de gevolgen van de beurscrisis zal zijn een snellere afname van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden dan daarvoor voor mogelijk werd gehouden. Deze beweging kan echter niet optimaal plaatsvinden, omdat 1988 het jaar van de presidentsverkiezingen is (in de VS en Frankrijk), waardoor het voeren van een slagvaardig beleid wordt bemoeilijkt. In elk geval lijkt een gematigde economische groei mogelijk, maar deze zal onvoldoende zijn om voor de meeste ontwikkelingslanden enige verlichting van hun problemen teweeg te brengen.

Het grootste, en zeker niet verwaarloosbare gevaar is toenemend solisme in de VS (verkiezingen) en West-Duitsland (geldgroei). Hoe groter de internationale twijfel aan de wens tot samenwerking tussen de industrielanden, hoe groter de kans op een nieuwe aanval op de dollarkoers. De krachten die hierdoor kunnen worden opgeroepen, zullen op korte termijn weliswaar gunstig zijn voor de VS, maar kunnen uiteindelijk via hoge inflatie in de VS en een mogelijke recessie elders contraproductief werken.

Jaap van Gelder

De auteur is hoofd van het Economisch Bureau Buitenland van de Amro Bank. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.