

Tussen hoop en onzekerheid

Eind vorig jaar werd de 52ste *Economic outlook* van de OESO aan de pers gepresenteerd. Traditiegetrouw worden in de Outlook de huidige conjuncturele ontwikkelingen en het budgettaire en monetaire beleid besproken en worden de verwachtingen voor de komende periode beschreven. De nieuwste Outlook is een stuk somberder dan de voorgaande editie en in onze optiek dan ook meer realistisch. Wat ons betreft zijn de kernwoorden hoop en onzekerheid.

Hoop

Wereldeconomie gestaag uit dal
Getuige tabel 1 wordt voor het gehele OESO-gebied een economische groei geraamd van 1,9% in 1993 en 2,9% in 1994. Vooral in de VS en Japan zal de economische groei de komende periode aantrekken. De economische groei in Duitsland lijkt te vertragen in 1993. Dat is slechts schijn. Getuige de halfjaarlijkse cijfers werd volgens de OESO het conjuncturele dal al in de tweede helft van 1992 bereikt en trekt de groei in

het eerste semester van 1993 weer aan. De OESO is met deze groeiraming een stuk optimistischer dan de Duitse instituten. De raming voor Duitsland is echter met grote onzekerheden omgeven, wat blijkt uit het feit dat de OESO het nodig acht twee alternatieve scenario's voor de Duitse economie door te rekenen.

Inflatie daalt

De inflatie biedt meer aanleiding tot optimisme. De OESO raamt een afname van de prijsstijging in het OESO-gebied van 3,5% in 1992 tot 2,8% in 1994. Getuige de tabel zal met name in Duitsland de daling van de inflatie substantieel zijn. De OESO merkt echter ten aanzien van de inflatie op dat: "The one major question mark concerns Germany, where disinflation is not yet well established, but inflation pressures are likely to weaken as activity slows in the course of 1993." Het laatste deel van deze zin wekt overigens enige bevreemding, gelet op het feit dat Duitsland het conjuncturele dal al is gepasseerd, aldus de cijfers. De voor Duitsland geprojecteerde inflatiedaling is dus eveneens onzeker.

Onzekerheid: drie scenario's

Met het oog op de onzekerheid over de Duitse economie, heeft de OESO twee alternatieve scenario's doorge-rekend, die aangeven waar de grootste risico's liggen. Het eerste scenario betreft een 1% hogere loonstijging. Het tweede scenario behelst een langzamer dalend overheidsstekort in Duitsland. Beide scenario's zijn schadelijk voor de inflatie en leiden tot een hogere geldmarktrente.

De groei in Duitsland wordt vooral in het eerste scenario geremd. De overige EMS-landen lijden in beide scenario's onder de hogere Duitse rente waardoor de groei lager ligt dan in de centrale projectie. Niet alleen de prognoses voor de Duitse economie zijn onzeker, maar ook die voor de VS en Japan, getuige de onzekerheidsvariant die voor beide landen is opgenomen. Het alternatieve scenario gaat ervan uit dat er meer tijd gemoeid zal zijn met de voltooiing van het schuldsaneringsproces in

beide landen. Er wordt gerekend met hogere spaarquotes, resulterend in lagere bestedingen in Japan en de VS. Als gevolg daarvan ligt de groei in de VS en Japan in 1993 ongeveer 1% lager.

Uit de scenarioanalyse blijkt dat de OESO vooral neerwaartse risico's ziet. Dit duidt erop dat in de centrale projectie de meest gunstige veronderstellingen zijn gehanteerd ten aanzien van onzekere variabelen. Net als in de voorafgaande Outlooks moet de groeiraming in de centrale projectie dan ook niet worden geïnterpreteerd als puntschatting, maar als bovengrens van een bandbreedte waarvan de lezer zelf de ondergrens mag bepalen.

Kredietcyclus

Getuige de ramingen en analyses lijkt de OESO geleerd te hebben van haar voorspelfouten in de afgelopen periode. Ze voorspelde toen bij voortduring een te hoge groei voor de Angelsaksische landen. Zie figuur 1 en 2 ter illustratie voor de VS en het VK. In deze figuur heeft de eerste staaf betrekking op de raming voor het jaar t, uit de Outlook van december van het jaar t-2.

De afwijkingen zijn mede ontstaan doordat de OESO onvoldoende rekening heeft gehouden met de gevolgen van de balansherstructureringen en de dalende prijzen van onroerend goed en financiële activa¹. In de voorlaatste Outlook heette het nog dat: "The rebalancing of household balance sheets appears to have run its course". Dat bleek een misrekening. In de jongste Outlook houdt de Parijse organisatie meer slagen om de arm aangaande deze problematiek. In het begin van de introductie wordt reeds gewaarschuwd dat bedrijven en gezinnen nog steeds bezig zijn de schulden te verminderen. Voorts zijn banken een terughoudender kredietbeleid gaan voeren. Dit

Tabel 1. Enkele kerngegevens *Economic Outlook*^a

	1992	1993	1994
Groei			
VS	1,8	2,4	3,1
Japan	1,8	2,3	3,1
Duitsland	1,4	1,2	2,9
geheel OESO	1,5	1,9	2,9
Inflatie			
VS	2,7	2,3	1,9
Japan	1,9	1,7	1,7
Duitsland	5,5	4,6	3,3
geheel OESO	3,5	3,2	2,8

a. Groei en inflatie in %.

1. In besprekingen van eerdere Outlooks hebben wij er op gewezen dat de OESO de schuldenproblematiek niet goed inschatte en dat daardoor een te grote groei-versnelling in de Angelsaksische landen werd voorspeld. Zie M.O. Nijkamp en P. Poppe, *ESB*, 1 juli 1992, blz 656-657.

2. Een saillant voorbeeld hiervan zijn de Britse gezinnen waarvan momenteel meer dan een miljoen worden geconfronteerd met een negatief eigen vermogen, doordat de waarde van het huis inmiddels kleiner is geworden dan de hypotheek.

leidt via lagere bedrijfsinvesteringen en hogere gezinsbesparingen tot vraaguitval.

Volgens de OESO hangt de on-evenwichtige opbouw van de financiële balans van gezinnen en bedrijven samen met de sterke toename van de schulden en de sterke stijging van de prijzen van onroerend goed in de jaren tachtig. De ratio's schuld/bbp en rente en aflossing/-beschikbaar inkomen liepen sterk op. De stijgende prijzen van aandelen en onroerend goed vergrootten vervolgens de leencapaciteit waardoor de genoemde ratio's verder konden toenemen. Toen de hierdoor geïnduceerde monetaire beleidsverkrapping de economische bedrijvigheid in deze landen verminderde, bleek dat het prijsniveau van onroerend goed en aandelen te hoog was, met als gevolg een aanmerkelijke prijscorrectie. Hierdoor werden schuldposities, die voorheen nog houdbaar leken, een te zware last². Een gevolg was dat bedrijven en gezinnen kasstromen in toenemende mate gingen aanwenden om schulden af te lossen, zodat investeringen en consumptie werden geremd.

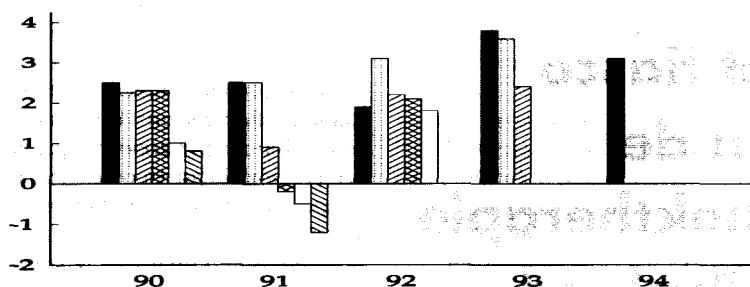
De opmerkingen die de OESO in dit licht plaatst bij het gevoerde beleid trekken de aandacht. In de optiek van de OESO gaan de beleidsmakers niet geheel vrijuit: "The most fundamental cause of these developments was the failure of economic policy to recognise the implications of financial liberalisation at an early stage and to respond to them sufficiently forcefully." De financiële liberalisatie en de toegenomen concurrentie leidden tot een toename van de vraag die door de monetaire autoriteiten werd onderschat. Het bedrijfseconomische toezicht werd niet snel genoeg aan de nieuwe omstandigheden aangepast. Pas toen de kredietcyclus over het hoogtepunt heen was, werd het aangescherpt, waardoor de neergaande fase van de kredietcyclus werd versneld.

De laatste 'fout' van de beleidsmakers was dat in de neergaande fase van de kredietcyclus het monetaire beleid te lang remmend was: "... it has become apparent in a number of countries that demand may have been depressed to a greater extent than was intended".

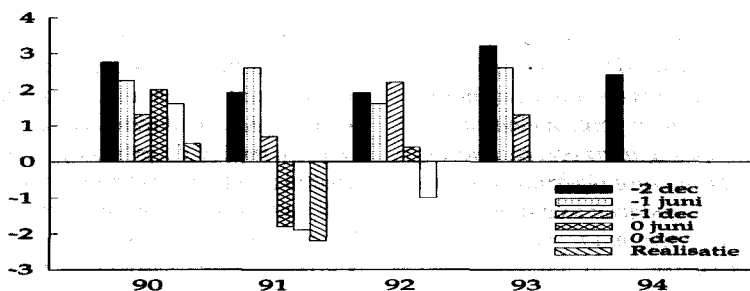
Modelrevisie

Voor de komende periode verwacht de OESO dat: "... establishing com-

Figuur 1. Voorspellingen en uitkomst van de economische groei in de VS



Figuur 2. Idem, in het VK



fortable debt levels may require considerable adjustment in some countries". Dit roept verschillende vragen op die essentieel lijken voor de middellange-termijnprognoses.

- welk niveau is 'comfortable'?
- hoe lang gaat het duren tot dit niveau is bereikt?
- met hoeveel procentpunt zal de economische groei gedurende deze aanpassingsperiode worden geremd?

Vanzelfsprekend zijn deze vragen, gezien de vele onzekerheden, gemakkelijker gesteld dan beantwoord.

Waar het onzes inziens omgaat is of de schuldquote van gezinnen in bij voorbeeld de VS terug wordt gebracht van 103% naar ongeveer 70% (het niveau van 1975) of naar 90% (het niveau van 1986) en in hoeveel jaar dit proces zich moet voltrekken. Met andere woorden, het gaat niet om een procent groei meer of minder alleen in 1993, maar om een structureel lager groeipad in het huidige decennium.

De OESO weet vanzelfsprekend ook waar de schoen wringt: "Model-based analyses may be of limited reliability, however, if forces shaping this weak recovery differ from those of the past which are captured in the model, especially with respect to the responsiveness of demand to interest-rate declines." Door de kredietcyclus is ons inziens de rente-gevoe-

ligheid inderdaad afgenomen, hetgeen duidt op de noodzaak om het Interlink-model waarmee de prognoses zijn gemaakt, aan revisie te onderwerpen.

Tot besluit

De OESO heeft zelf bij de presentatie van de nieuwste Outlook de vinger op de zere plek gelegd door te wijzen op de matige voorspelprestaties in de laatste jaren. Een onderzoek naar de oorzaken hiervan is aangekondigd. Daarbij zal ongetwijfeld worden gestuit op de invloed van de kredietcyclus op de economie. Het aangekondigde onderzoek komt echter wel rijkelijk laat.

De toegevoegde waarde van de OESO zou, gezien haar capaciteit, juist gelegen moeten zijn in het signaleren en analyseren van trendbreuken in de internationale economische omgeving en de gevolgen daarvan voor het beleid. Niet alleen de kredietcyclus vormt daarbij een voorbeeld van een gemiste kans, hetzelfde dreigt te gaan gelden voor de ontwikkelingen in Oost-Europa.

Martin Nijkamp
Pim Poppe

De auteurs zijn respectievelijk hoofd en medewerker van de Afdeling Internationale zaken van het Economisch Bureau van de ING Bank.