

Economic outlook

Wijst OESO de weg?

OESO wegwijzer

Op 25 juni presenteerde de OESO de 51ste *Economic outlook* aan de pers. Traditiegetrouw worden in de juni-Outlook de verwachtingen voor de komende anderhalf jaar beschreven en worden kanttekeningen geplaatst bij de economische ontwikkelingen in de wereld. Zij geven richting aan het denken van bedrijfsleiders en beleidsmakers over de korte en de middellange termijn. Gelet op het enorme gebied dat moet worden bestreken, beperkt de bewegwijzering van de OESO zich tot de hoofdpunten. Voor meer diepte kan men terecht bij de landenstudies, die verspreid over het jaar het licht zien.

Waarheen leidt de weg...

De Parijse 'think tank' is stellig in de keuze van de bewoordingen die het door haar verwachte conjunctuurherstel beschrijven: "a cyclical recovery of OECD activity is now taking shape. (...) The pick-up should become increasingly firmly established without any further policy action". De weg leidt dus bergopwaarts, waardoor de economische groei in de OESO-regio in 1992 uitkomt op 1,8% (tegen een uitermate magere groei van 1% in 1991). In nog hogere versnelling zal in de optiek van de OESO 1993 worden afgelegd (groei in de 24 lidstaten te zamen 3%). De belangrijkste drijfveren van de groei zijn de lagere rente en de gedaalde inflatie. De beschikbare inkomens stijgen hierdoor, waardoor de bestedingen kunnen toenemen. Opmerkelijk is dat vooral de VS fors zullen gaan groeien. De OESO karakteriseert de groei in de VS echter als een 'sluggish recovery'. Dat de groei niet hoger uitvalt, wordt toegeschreven aan de slechte situatie op de markt voor commercieel onroerend goed, het gebrek aan ruimte voor budgettaire stimulansen en het feit dat de recessie van 1991 slechts tot beperkte ontspanning aan de vraagzijde heeft geleid.

Japan, en vooral Duitsland, spreiden een vlakke conjunctuurverloop ten toon. De Japanse economie moet zich instellen op een ongekend forse 'asset-price deflation', die bewust door de beleidsmakers in gang is gezet. Er bestaat echter het gevaar dat deze correctie doorschiet, wat de groeiraming voor de Japanse economie onzeker maakt. De Duitse economie zucht onder de hoge rente en de verslechterende prijsconcurrentiepositie.

Vlakke leercurve

De waarde die aan voorspellingen mag worden gehecht, wordt mede bepaald door de 'track record' van de voorspeller. Wat dit betreft hebben de OESO-voorspellingen de afgelopen jaren aan belang ingeboet. Evaluatie van de OESO-ramingen van de afgelopen drie jaar geeft aan dat de recessie in de Angelsaksische landen is gemist. Voortdurend werd de organisatie door de feitelijke ontwikkeling gedwongen de ramingen neerwaarts bij te stellen.

De onzekerheidsmarge van de voorspellingen lijkt met name te zijn toegenomen, doordat de effecten van het monetaire beleid moeilijker zijn in te schatten. Dit als gevolg van het feit dat met name in de Angelsaksische landen de schulden van gezinnen en bedrijven sterk zijn toegenomen. Een monetaire verkrapping komt onder deze omstandigheden extra hard aan, terwijl de stimulerende effecten van een monetaire verruiming worden beperkt omdat gezinnen en bedrijven doordrongen zijn geraakt van de bittere noodzaak van balansherstructurering. Het is opmerkelijk dat de OESO in de jongste Outlook lijkt te concluderen dat de herstructureringen van de balansen een goed eind weegs zijn: "the rebalancing of household balance sheets appears to have run its course". Op basis van het cijfermateriaal dat in de Outlook ter zake bijeen is gebracht, kan met evenveel recht worden geconcludeerd dat de schuldquoten nog steeds te hoog liggen en dat verdere aanpassingen zullen volgen. Vanzelfsprekend zal de groeiversnelling, die immers met name voor rekening van de Angelsaksische landen komt, dan lager uitkomen dan de OESO verwacht.

Een en ander leidt tot de slotsom dat de leercurve voor de voorspeller OESO nogal vlak is. Afnemers van de voorspellingen moeten ervoor waken dat zij niet te veel leergeld betalen door achteloos de Parijse orga-

nisatie te volgen. Men vergete daarbij niet dat de respectieve lidstaten een niet onaanzienlijke 'say' hebben bij het vaststellen van de Outlook.

Risico's

Uiteraard onderkent de OESO dat haar Outlook met risico's is omkleed. Feitelijk zijn dit dezelfde risico's die reeds een aantal jaren in de verschillende Outlooks worden opgesomd:

- de economische groei zou kunnen worden gefrustreerd als de aanpassingen in de financiële sfeer verder worden doorgevoerd hetgeen de bestedingen remt;
- de tanende budgetdiscipline en de resulterende toeneming van de financieringstekorten kunnen de meer produktieve bedrijfsinvesteringen verdringen;
- de verslechterende van het internationale handelsklimaat zou kunnen resulteren in een lagere wereldhandel.

Inflatie is van de lijst met risicofactoren afgevoerd, met uitzondering van de inflatie in Duitsland ("implying the continuation of policies that could restrain demand"). Dat inflatie in de visie van de OESO een ondergeschikt probleem is geworden, komt doordat de conjuncturele vertraging heeft geleid tot een substantiële daling van de loonstijging. Er moet echter aan een aantal voorwaarden worden voldaan om de loon- en prijsstijgingen blijvend in te dammen:

- de stijging van de 'non-wage'-loonkosten moet omlaag;
- bedrijven moeten de winstmarges niet te snel willen verruimen als de economie aantrekt. Dit betekent een afwijkend gedrag vergeleken met de herstelljaren na de recessie van 1981/1982;
- als bedrijven de winstmarges wel snel verhogen, dan moet een fors dan geprojecteerde stijging van de arbeidsproductiviteit tegenwicht bieden. Dit lijkt met name niet haalbaar voor de Angelsaksische landen.

Dat zijn enkele belangrijke mitsen en maren. De in tabel 1 opgenomen inflatieramingen zijn in dit licht bezien nogal zonnig.

OESO, wees wijzer!

De OESO schenkt separaat de nodige aandacht aan de koersval in Tokio. Deze koersval, de prijsdalingen van onroerend goed en de met bei-

Tabel 1. Kerngegevens Economic Outlook^a

	1991	1992	1993
Groei			
VS	-0,7	2,1	3,6
Japan	4,5	1,8	3,1
Duitsland	3,1	1,3	2,3
OESO-Europa	1,1	1,4	2,4
Inflatie			
VS	3,7	2,8	2,8
Japan	1,9	1,7	1,6
Duitsland	4,5	4,5	3,8
OESO-Europa	5,9	5,1	4,3
Lopende rekening			
VS	-9	-41	-50
Japan	73	93	93
Duitsland	-20	-16	-13
OESO-Europa	-46	-42	-40

a. Groei en inflatie in procenten, lopende rekening in miljarden dollars.

de ontwikkelingen samenhangende verzwakking van het Japanse bankwezen vormen voor de OESO een neerwaarts risico bij de groeiramingen voor Japan: "as there is no precedent of an asset-based deflation occurring in Japan, the uncertainties are unusually large".

Dit betreft vooral de ramingen voor de bedrijfsinvesteringen. De trits problemen vertaalt zich immers in hogere kapitaalkosten. Aandelenemissies zijn uit beeld geraakt, de kosten van equity warrants en convertibles zijn fors gestegen en de herfinanciering van uitstaande convertibles (in 1992/1993 voor een bedrag van \$ 115 mrd.) drukt de winsten. Voorts kunnen de investeringen onder druk komen te staan als de beschikbaarheid van krediet afneemt. Bij voortgaande daling van de aandelenkoersen en verdere prijsdalingen van onroerend goed kan zich in Japan een 'credit crunch' ontwikkelen. Het voldoen aan de BIS-ratio's vormt voor veel Japanse banken reeds nu een probleem, hetgeen de kredietverlening remt. De OESO concludeert dat de effecten van de crises op de Japanse financiële markten "should be confined to the Japanese economy". De voorziene forse toeneming van het overschot op de lopende rekening zorgt hiervoor. Dit impliceert immers netto kapitaaluitvoer. Japan laat de rest van de wereld dus niet in de kou staan, aldus de OESO. Essentieel is onzes inziens echter de vorm die deze kapitaaluitvoer aanneemt. Als het overschot op de lopende rekening bij de Bank of Japan

in de vorm van hogere officiële reserves neerslaat, dan profiteren alleen de geldmarkten waar de Japanse centrale bank deze tegoeden wenst aan te houden. De Amerikaanse obligatiemarkt daarentegen betaalt het gelag, indien de Japanse instituten worden gedwongen een deel van hun portefeilles af te bouwen met het oog op de BIS-ratio's. De resulterende hogere lange rente tempert het herstel van de wereld-economie. Ook de geruststellende woorden dat "significant selling pressures did not appear in other major equity markets during the slump in Tokyo", zeggen weinig over de toekomst, als de Nikkei-index nieuwe laagten zou bereiken. Een werkelijke risico-analyse ontbreekt.

Rentewijzer

Dat de OESO al met al weinig bezorgd is, kan deels worden afgeleid uit de rentevoorspellingen die in de Outlook zijn opgenomen (tabel 2). In weerwil van de onzekerheden verwacht de OESO dat de Bank of Japan nog slechts een geringe monetair verruiming zal doorvoeren. Het 'opspannen' van de yield curve, zoals de Federal Reserve dat in de VS heeft gedaan om het noodlijdende bankwezen te conveniëren, vindt nauwelijks plaats. In 1993 zal de Bank of Japan het monetair beleid volgens de OESO al weer wat moeten verkrappen. Het zou ons niets verbazen als de problemen in de financiële sector hardnekkiger zouden blijken te zijn dan door de OESO is ingeschat. De ervaringen in de VS, het VK, en Scandinavië geven richting aan ons sombere denken. Wij verwachten dat de Bank of Japan door de problemen zal worden gedwongen de rente te verlagen, waarmee de banken de helpende hand wordt toegestoken. De 'inflationary bias' die zo in het beleid wordt gebracht, betekent dat de kapitaalmarktrente de neerwaartse beweging van de geldmarktrente niet zal volgen. Een steilere yield curve is het resultaat.

Niettegenstaande de door de OESO verwachte stabilisering van de Amerikaanse inflatie op het lage niveau van 2,8%, kan de Federal Reserve volgens de OESO niet op haar lauweren rusten, want "although the economy may not reach a point where inflation pressures begin to appear before 1994, the Fed would have to start tightening before then, to avoid another cycle of rising inflation and eventually, still higher interest rates".

Tabel 2. Renteprognose

	1991	1992	1993
Geldmarkt			
VS	5,4	3,8	4,7
Japan	7,2	4,7	4,8
Duitsland	9,2	9,7	9,3
Kapitaalmarkt			
VS	7,9	7,4	7,3
Japan	6,7	5,6	5,9
Duitsland	8,5	8,1	8,4

Als, naar wij hopen, de Fed deze raadgeving ter harte neemt, zal de kapitaalmarktrente in de VS kunnen dalen, zoals in tabel 2 is aangegeven.

Duits financieringstekort

De lippendienst die de Duitse overheid aan reductie van het financieringstekort bewijst, wordt door de OESO doorzien. Het tekort zal in 1993 zeker niet dalen. Dit dwingt de Bundesbank tot het krap houden van het monetaire beleid. De geringe daling van de inflatie biedt in de tweede helft van 1993 enige ruimte voor lagere korte tarieven. Dit uitstel zal in de optiek van de OESO met teurstelling door de obligatiemarkt worden ontvangen: lagere koersen zullen het gevolg zijn.

Wijst OESO de weg!

Aan de 51ste Economic outlook kunnen conjunctuurliefhebbers hun hart ophalen. In veel gevallen kan het gelezene met instemming worden begroet, in een enkel geval worden betreurd. Alleen moet de Parijse organisatie nog maar eens bij haarzelf te rade gaan wat de ramingen voor de Angelsaksische landen betreft. Het zwak dat zij voor deze regio heeft (of moet hebben), komt de realiteitswaarde van de ramingen niet ten goede. Het is aan de overige lidstaten om de OESO hieromtrent de weg te wijzen.

M.O. Nijkamp P. Poppe

De auteurs zijn respectievelijk hoofd en medewerker van de Afdeling Internationale Zaken van het Economisch Bureau van de NMB Postbank Groep.