

# Internationale onevenwichtigheden en perspectieven

De wereldeconomie bevindt zich in een enigszins paradoxale situatie. Aan de ene kant tekent zich een duidelijke vertraging af van de groei in de VS en Oost-Azie. Aan de andere kant is echter, met name in de VS, een groot optimisme ontstaan, dat zich over de meeste effectenbeurzen in de vrije wereld verspreidt. Dit optimisme berust op de recente daling van de olieprijs, de nominale rente en de wisselkoers van de dollar. De combinatie van deze factoren verbeterd stellig de groeiperspectieven voor de Amerikaanse economie op korte termijn. Een aantal van deze factoren was in 1985 al werkzaam. Zo was de koers van de dollar ten opzichte van de gulden vanaf de top in februari 1985 tot eind van het jaar gedaald met 29,6% en sindsdien tot medio april 1986 met 9,1%. Ook de nominale dollarrente heeft zijn dalende beweging al in 1985 ingezet. Deze daling is echter versterkt door de dramatische instorting van de olieprijs, die pas kort geleden is begonnen (al was het al lange tijd duidelijk dat een structurele overcapaciteit op de oliemarkt was ontstaan en het OPEC-kartel onder grote spanning kwam te staan).

De daling van de olieprijs heeft de verwachtingen ten aanzien van toekomstige inflatie in de VS omlaag gebracht en langs die weg een verder neerdrukkende invloed op de rente uitgeoefend. Bijna algemeen wordt dus nu een vrij krachtige opleving van de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar verwacht. Dit zou uiteraard voor de gehele wereldeconomie, met name voor de schuldenlanden, van grote betekenis zijn.

Onder de oppervlakte wordt de internationale economie echter nog beheerst door een aantal belangrijke onevenwichtigheden.

Allereerst bevinden de schuldenlanden zich nog in een uiterst moeilijke situatie. Hier heeft zich in de afgelopen jaren een markante overinvesteringscrisis ontwikkeld. Investeringscrisis die de besparingen ver overtroffen zijn gefinancierd door een zeer omvangrijke stroom bankkrediet. Toen de reële rente, die aanvankelijk zeer laag was gebleven, in 1981 steeg, kon dit proces niet worden voortgezet. De kredietverlening stagneerde, investeringsprocessen moesten worden afgebroken en aanpassingsprogramma's ingezet, zodat een stagnatie van de groei of zelfs een daling van het reële nationale product ontstond. Een gecoördineerde actie van het IMF en de commerciële banken heeft tot nu toe een minimale kredietstroom op gang gehouden en dras-

H.J. Witteveen



tische aanpassingsprogramma's gestimuleerd. Daardoor is een 'default' voorkomen. De situatie blijft echter moeilijk en de spanningen blijven zeer groot. Thans stelt het plan-Baker een zeer bescheiden kredietstroom in het vooruitzicht tegenover een eis van zeer fundamentele hervormingen in de economische structuur van deze landen.

Ook in de VS heeft zich een situatie van overinvestering ontwikkeld, in die zin dat de investeringen te zamen met de begrotingstekorten van de overheid aanzienlijk groter zijn geworden dan de besparingen. Dit heeft geleid tot een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van recordomvang.

Aan de andere kant hebben de twee andere grote industriële landen, Japan en West-Duitsland, een ontwikkeling in tegengestelde richting laten zien. In deze landen zijn de begrotingstekorten teruggebracht, terwijl de besparingen zeer omvangrijk zijn gebleven. Van 1982 tot 1985 is het structurele tekort van de overheid volgens OECD-gegevens in Japan met 2,2% van het bruto nationale product verminderd en in West-Duitsland met 3,5%. In deze beide landen is dus een omvangrijk overschot van besparingen boven investeringen ontstaan. Deze evenwichtsstorings in de industriële landen zouden waarschijnlijk een ernstige recessie hebben veroorzaakt indien de ontwikkeling van de internationale kapitaalmarkten niet een vergaande financiële integratie van de economieën van de grote industriële landen zou hebben meegebracht. Zonder dat zou in West-Duitsland en Japan een recessie zijn ontstaan door een daling van de effectieve vraag. Aan de andere kant zouden overinvesteringen in de VS tot een fi-

nanciële crisis hebben moeten leiden, waarop een recessie had moeten volgen. De liberalisatie en innovaties op de sterk gegroeide internationale kapitaalmarkten in de afgelopen jaren hebben echter de kapitaalmarkten in de industriële landen zo nauw met elkaar verbonden, dat de overschotten en tekorten aan besparingen elkaar kunnen compenseren. Duitse en Japanse besparingen hebben direct of indirect de Amerikaanse investeringen gefinancierd. Zo heeft de wereldeconomie haar groei kunnen voortzetten.

Zijn de perspectieven voor voortgezette economische groei nu inderdaad zo gunstig als velen denken? Wij moeten hier een aantal vraagtekens plaatsen. Om te beginnen is het duidelijk dat de VS niet onbeperkt voort kunnen gaan met het financieren van zulke grote tekorten. Dit wordt door de regering en het congres ingezien. Het aannemen van de Gramm-Rudmanwet geeft daarvan blijk. Hoe ook de verdere discussie over de constitutionaliteit van deze wet moge verlopen, het lijkt in elk geval waarschijnlijk dat het Amerikaanse begrotingstekort in de komende jaren zal worden teruggebracht. Gezien de omvang van dit tekort zal dit een belangrijk restrictief element in de wereldconjunctuur kunnen zijn. Aan Amerikaanse kant wordt daarom begrijpelijkerwijze thans meer en meer aandrang uitgeoefend op Japan en West-Duitsland om hun fiscaal beleid te verruimen, zodat ter compensatie van het effect van de vermindering van de Amerikaanse tekorten een stimulerende invloed op de wereldconjunctuur zou worden uitgeoefend. De regeringen van West-Duitsland en Japan tonen echter vooralsnog weinig bereidheid om significant aan dit verlangen tegemoet te komen.

Wat betreft de aanpassing van de *dollarkoers* is duidelijk dat dit een stimulant kan vormen voor de Amerikaanse economie, maar dat daartegenover even grote negatieve effecten staan voor die landen waarvan de concurrentiepositie tegenover de VS nu is verzwakt. Voor de wereldeconomie is de daling van de *dollarkoers* dus neutraal. De negatieve effecten tekenen zich al duidelijk af in Japan, terwijl ook in West-Duitsland nu wordt gezegd dat de pijngrens wordt bereikt. De monetair autoriteiten, die tot nu toe eensgezind zijn geweest in een beleid dat de daling van de *dollarkoers* moest stimuleren, zullen in de komende periode waarschijnlijk moeite hebben om deze eensgezindheid voort te zetten. Wel kan gezegd worden dat het een gunsti-

ge ontwikkeling is dat de dollar een belangrijke aanpassing naar omlaag heeft doorgemaakt, terwijl dit toch een zogenaamde zachte landing is gebleven. De daling van de dollarkoers ging immers met een daling van de Amerikaanse rente gepaard. Het gevaar van een harde landing is daardoor zeker kleiner geworden. Met het oog op de omvang van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening lijkt het echter waarschijnlijk dat de effectieve koers van de dollar nog verder zal moeten dalen. Er blijft dan een zeker risico dat dit op een gegeven moment het vertrouwen van de buitenlandse investeerders aantast, zodat de noodzakelijke financiering van de tekorten op de lopende rekening alleen door middel van een opnieuw stijgende dollarrente zou kunnen worden aangetrokken.

De *dollarrente* is inderdaad bijzonder sterk gedaald. Een verruiming van het Amerikaanse monetaire beleid als reactie op de vooralsnog trage Amerikaanse groei heeft hiertoe bijgedragen. Ook een zekere psychologische overdrijving lijkt een rol te hebben gespeeld. Het optimisme over daling van de inflatie heeft een stemming van euforie op de kapitaalmarkten meegebracht. Het gevolg hiervan is dat de reële rente in de VS nu zelfs lager ligt dan in West-Duitsland en Japan.

De rente op euro-dollarobligaties is nu ongeveer 7¼%. Tegenover een inflatie in de VS van ca. 3% geeft dit een reële rente van 4¾%. Euro-DMbonds en euro-yenbonds geven nu een rente van 5½ à 6%, terwijl de inflatie hier ongeveer 0 is, zodat de reële rente 5½ à 6% bedraagt. Dit is een paradoxale situatie, aangezien nog steeds grote tekorten op de lopende rekening van de VS moeten worden gefinancierd. Deze situatie is alleen te verklaren indien beleggers niet zozeer zouden kijken naar de inflatie in de VS, maar ervan uit zouden gaan dat de dollarkoers nu ver genoeg is gedaald, zodat het risico voor verdere daling niet groot is. De hoge nominale rente in de VS zou dan beleggingen daar toch nog aantrekkelijker maken. Ook is het mogelijk dat anticipatie op voortgaande koersstijgingen op de Amerikaanse kapitaalmarkten kortetermijnbeleggingen in de VS aantrekt.

Hier staat tegenover dat beleggers zich waarschijnlijk bewust gaan worden van de grote verliezen die op recente beleggingen in Amerikaanse obligaties

zijn geleden. Zodra weer enige nervositeit over de dollarkoers ontstaat, zou bij deze renteverhouding de kapitaalstroom belangrijk kunnen verminderen. In deze situatie lijkt het van groot belang dat in West-Duitsland en Japan de rente verder daalt. Daar zijn de autoriteiten echter bezorgd dat dit tot een sterke groei van de geldhoeveelheid en tot een nieuwe opleving van de inflatie zou leiden. Er blijft daarom een duidelijk risico bestaan dat na enige tijd, als de verwachtingen realistischer worden, een omslag optreedt en een rentestijging in de VS nodig wordt om de tekorten op de lopende rekening te kunnen blijven financieren. Dit zou dan natuurlijk ook een scherpe terugslag op de aandelenmarkt kunnen veroorzaken. De koersen zijn daar zeer hoog geworden, zodat deze markt stellig kwetsbaar is. Wat ten slotte het positieve effect van de daling van de *olieprijs* betreft, moeten twee overwegingen niet uit het oog worden verloren. In de eerste plaats is het effect van de daling van de olieprijs op de groei eenmalig. Nu geeft deze daling een stimulans aan de consumptie, maar wanneer de daling niet verder gaat komt ook aan deze stimulans een einde. Wanneer de olieprijs na enige tijd weer zou gaan stijgen, doordat de OPEC-landen ten slotte weer tot een gezamenlijke productiebeperking zouden besluiten, zou deze stimulans ook weer in zijn tegendeel verkeren.

In de tweede plaats moet men zich er van bewust zijn dat de daling van de olieprijs voor de wereldeconomie als geheel niet het effect heeft van een lastenverlaging, zoals vaak wordt gesteld, maar van een verschuiving van de inkomensverdeling, ten nadele van de olieproducenten en ten voordele van de olieconsumenten. Het is dus niet onmiddellijk duidelijk dat dit gunstig voor de wereldconjunctuur zou zijn. Tegenover de positieve effecten voor de olieconsumenten staan de negatieve effecten voor de producenten. In de VS zien wij dit nu al duidelijk in de olieproducerende gebieden, waar grote problemen ontstaan. De productie en de werkgelegenheid lopen terug en de investeringen van deze sector worden belangrijk omlaag gebracht. In de olieproducerende landen is de terugslag bijzonder ernstig. Hier moet de invoer sterk worden verminderd, hetgeen natuurlijk zijn weerslag heeft op de uitvoer van de industriële landen. Bovendien zullen de-

ze landen hun ontwikkelingshulp drastisch moeten besnoeien, hetgeen voor de ontwikkelingslanden, waaronder ook een aantal schuldenlanden, problemen geeft. Voorts zullen de olieproducerende landen hun beleggingen en liquiditeiten moeten verminderen, waardoor het internationale bankwezen wordt getroffen. In het algemeen zijn de commerciële banken echter zo liquide en hebben ze hun kredietverlening aan de ontwikkelingslanden reeds tot zo minimale omvang teruggebracht, dat hier geen verdere negatieve effecten voor de ontwikkelingslanden behoeven te ontstaan. Het is alleen dit laatste element waardoor het effect op de wereldconjunctuur als geheel per saldo enigermate positief kan zijn.

Al met al kunnen wij de conclusie trekken dat de economische vertraging, die zich in de VS en de wereldconjunctuur begon af te tekenen en die zich gemakkelijk tot een recessie zou kunnen ontwikkelen, waarschijnlijk door de dramatische daling van de olieprijs wordt uitgesteld. Het kan zijn dat de groei in de wereldeconomie in de tweede helft van dit jaar weer enigszins aantrekt. Dit gunstige effect zou echter kleiner kunnen zijn dan thans in het algemeen wordt verwacht en het zal in 1987 wegvallen. Zonder beleidswijzigingen in de belangrijke industriële landen lijkt dus een economische terugslag in 1987 waarschijnlijk.

Daar de situatie in de schuldenlanden nog kritiek is, zou dit ernstige risico's voor de wereldconjunctuur en voor het financiële systeem met zich mee kunnen brengen.

Dit alles wijst duidelijk op het grote belang van beleidswijzigingen, met name in West-Duitsland en Japan. Deze landen zullen in de komende periode hun fiscale beleid moeten verruimen om een zekere compensatie te geven voor de noodzakelijke vermindering van de Amerikaanse begrotingstekorten. Van de kant van de VS wordt hierop nu duidelijk aangedrongen. Het is te hopen dat zich tijdig een effectieve coördinatie van het economische beleid in de belangrijke landen ontwikkelt.

