

De dollarkoers en de reële economie

De monetaire onrust ontstaan van de geldsluier

De turbulente ontwikkelingen op de wisselmarkten baren menigeen zorgen. Velen hopen dat spoedig overeenstemming over het vastpinnen van de dollar, de yen en de mark wordt bereikt. Daarmee zullen de problemen echter niet de wereld uit zijn. Achter de monetaire onrust schuilen belangrijke reële onevenwichtigheden die evenzeer oplossingen behoeven. Dit artikel schetst beknopt welke die onevenwichtigheden zijn en in welke richting oplossingen moeten worden gezocht.

DRS. F. RINCKER – DRS. P. BURGER*

Het economische leven is constant in beweging. De conjunctuurgolven volgen elkaar op. De economische structuur verandert onophoudelijk; met het opkomen van de sterke concurrentie uit Japan en nu ook uit de nieuwe industrielanden. Twee radicale olieprijsverhogingen, één van \$ 2,70 per vat in 1973 tot \$ 9,76 in 1974 en één van \$ 17,3 per vat in 1979 tot \$ 32,5 in 1981 zorgden voor een massale overheveling van koopkracht naar olieproducerende landen. Dit veroorzaakte een trendbreuk in de economische groei.

Veel landen maakten hoge schulden om de financieel-economische problemen tegemoet te treden. Bij de keuze tussen aanpassen en financieren, kozen de meeste landen – ook industrielanden – voor financieren. De omstandigheden waren gunstig. De reële rente was laag. Voorts verwachtte men allerwegen, vooral na de eerste energiecrisis, dat de wereldeconomie zich zou herstellen. Veel landen raakten afhankelijk van een blijvende toevoer van buitenlandse middelen om rente en aflossing te kunnen voldoen. Met het toenemen van de schuldenlast daalde de bereidheid van de crediteuren om kortlopende kredieten telkens te vernieuwen of om nieuwe kredieten te verschaffen. De huidige schuldencrisis begon in augustus 1982, toen de Mexicaanse regering bekend maakte niet langer in staat te zijn om rente- en aflossingsverplichtingen op buitenlandse schuld na te komen. Andere landen volgden.

Stimuleren tot alles op is

In de jaren zeventig overheerste de mening dat ondanks koopkrachtverlies de economieën dienden te worden gestimuleerd. Er was een groot gat geslagen in de benzinetank van de meeste economieën, maar men gaf méér in plaats van minder gas. Al deze economieën kwamen dan ook met een ruk tot stilstand toen bleek dat de tank leeg was. Bovendien bleek dat men voor miljarden bij het benzinestation in het krijt stond en de pomphouder weigerde om verder krediet te verlenen.

Bij de olieconsumerende ontwikkelingslanden daalde de economische groei van 4,5% in 1979 tot 2,7% in 1981. De economische groei van West-Europa daalde van 3,4% in 1979 tot -0,1% in 1981, toen daar het – niet vol te houden – stimuleringsbeleid werd vervangen door een beleid

gericht op sanering van de economie. Voor de ontwikkelingslanden werd de situatie in de periode 1980 – 1985 extra gecompliceerd toen de inflatiebestrijding in de Verenigde Staten de reële rente op dollarschuld sterk opdreef.

De recessie in de jaren 1980 – 1983 in de industrielanden was zo diep en langdurig, omdat de reserves die normaliter besloten liggen in nationale economieën en in het internationale economische systeem waren uitgeput. Men kan in dit verband spreken van systeemreserves.

Voorbeelden van nationale systeemreserves zijn de bedrijfsrendementen en de eigen vermogens van het bedrijfsleven; bij de overheid de mogelijkheid om de belastingen te verhogen en het financieringstekort op te rekken. Ook de ruimte om de geldhoeveelheid te laten groeien zonder dat dit onmiddellijk leidt tot meer inflatie is zo'n nationale systeemreserve. Voorbeelden van internationale systeemreserves zijn onder meer de deviezenreserves, de beschikbaarheid van goedkoop internationaal krediet en de kredietwaardigheid van landen.

Systeemreserves kunnen zonder gevaar worden gebruikt om slechte tijden door te komen. Maar als ze door langdurig gebruik zijn uitgeput, boet de wereldeconomie aan veerkracht in. Er kunnen dan niet voldoende krachten worden gemobiliseerd om de economische bedrijvigheid op peil te houden. En dat leek begin jaren tachtig het geval te zijn.

De oliecrises beroofden vele olieconsumerende landen van veel besparingen en verlaagden ook hun spaarquote, door de omvangrijke welvaartsoverdracht. Veel te omvangrijke buitenlandse schulden werden opgebouwd. Dat in de meeste industrielanden in het begin van de jaren tachtig de bedrijfsrendementen, de vermogenspositie van het bedrijfsleven en de financiële positie van de overheden er slecht voor stonden is bekend. Ook de mogelijkheid om de belastingen verder te verhogen en het financieringstekort op te rekken was uitgeput.

De Verenigde Staten hebben met ingang van 1982 hun systeemreserves ingezet om daar in 1983 – 1984 een krachtige economische opleving mee te bewerkstelligen.

* Afdelingsdirecteur Economisch Onderzoek resp. Economisch Medewerker van de Nederlandsche Credietverzekering Maatschappij N.V. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.



Beleggerskapitaal kan tot storingen leiden

(foto ANP)

Het gaat wellicht te ver om te zeggen dat die economische reserves nu verbruikt zijn, maar er zijn wel tekenen die daarop wijzen.

Na een vrij lange periode (1974 – 1979) van 'benign neglect' op monetair gebied werd vanaf 1980 omwille van de inflatiebestrijding, een krap-geldpolitiek gevolgd: er werd geen overmatige hoeveelheid extra geld gecreëerd. Het begrotingsbeleid van de Amerikaanse overheid veranderde nauwelijks en bleef dus expansief. Het financieringstekort van de Amerikaanse overheid werd zodoende niet of nauwelijks gefinancierd door binnenlandse geldcreatie. Spaargelden uit het buitenland vloeiden naar Amerika. De Verenigde Staten financieren hun overheidsuitgaven nu grotendeels met buitenlandse spaarmiddelen. Het resultaat was een behoorlijke economische groei en een relatief gunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid.

Met ingang van 1985 lijken de Amerikaanse wondermiddelen echter niet meer zo goed te werken. Hoewel het financieringstekort van de Amerikaanse federale overheid groter is dan ooit, daalt de economische groei. Het deficit op de lopende rekening is niet verminderd. De Verenigde Staten zijn inmiddels een netto-schuldenland geworden. De buitenlandse schuld groeit onverminderd door. Ook het huidige ruimere monetaire beleid van de Federal Reserve kan de economie van de Verenigde Staten niet op een hoger groeipad brengen. Nu moet een sterke daling van de koers van de nationale valuta uitkomst bieden. Dat wijst er naar onze mening op dat andere mogelijkheden uitgeput zijn.

Restrictief beleid

De moeite die veel landen thans hebben om het niveau van de economische bedrijvigheid op te voeren is te verklaren uit het ontbreken van besparingen en reserves.

Daarin is immers juist zo'n groot gat geslagen. In die situatie is er in de meeste landen te weinig vermogen om voor een langere periode een hogere economische groei te financieren dan er nu is zonder een toenemende inflatie. In die optiek bezien verliest 'restrictief beleid' haar negatieve lading en wordt de term een synoniem van herstelbeleid. Er valt nog heel wat op te bouwen, waarbij wij ons bij de industrielanden niet te zeer moeten blindstaren op de huidige toestand in overschotlanden als Japan en de BRD. Zuid-Europa en de Scandinavische landen zijn in veel opzichten nog zwak, deficitair en nog lang niet aan herstel van hun economische reserves toe.

Ontwikkelingslanden zullen er rekening mee moeten blijven houden dat ze niet altijd in staat zullen zijn aan hun internationale betalingsverplichtingen te voldoen. Bij sommige van deze landen is dat een kwestie van tijdelijke illiquiditeit. Maar de meeste ontwikkelingslanden verkeren in een problematische situatie. In dat licht bezien zullen ook in de toekomst consolidaties van buitenlandse schuld onvermijdelijk zijn. Sterker, ze zullen noodzakelijk zijn om de desbetreffende landen in staat te stellen hun externe financiële verplichtingen in evenwicht te brengen met hun beperkte capaciteit tot sparen.

De meeste Oosteuropese landen, die in het verleden in betalingsmoeilijkheden zijn gekomen, zullen er in slagen verdere internationale financiële moeilijkheden te vermijden. Deze gunstige situatie is het gevolg van een beleid dat gericht is op binnenlandse bestedingsbeperking en opvoeren van de export. De meeste van deze landen zijn op de goede weg. Polen vormt hierop wellicht een ongunstige uitzondering. Kortom, een besparingstekort en verbruikte systeemreserves staan op gespannen voet met de wens om – zonder een weer toenemende inflatie en voor een langere periode – de economische bedrijvigheid op een hoger niveau te brengen.

Kapitaalvernietiging en transferprobleem

Kapitaalvernietiging en het transferprobleem zorgen voor een toenemende spanning. Met het laatste wordt bedoeld dat internationale verplichtingen uiteindelijk alleen kunnen worden voldaan door de levering van goederen en diensten door het debiteurland en door de absorptie daarvan door het crediteurland. Is één van deze twee, of beide, niet mogelijk, dan zullen die internationale verplichtingen moeten worden uitgesteld of afgeschreven. In het laatste geval is sprake van kapitaalvernietiging. Bij beide factoren moet niet uitsluitend gedacht worden aan de relatie tussen ontwikkelingslanden en industrielanden, maar in toenemende mate ook aan de relatie tussen de Verenigde Staten (als debiteurland) en de rest van de wereld, vooral dan de groep van industrielanden (als crediteurlanden).

In de wereldeconomie geven de tekortlanden, door hun netto-importvraag, positieve impulsen aan de conjunctuur. Dat zijn nu de Verenigde Staten, de OPEC-landen en de niet-OPEC-ontwikkelingslanden. De financiering van de lopende-rekeningtekorten geschiedt uit de overschotten van de andere landen of landengroepen, zoals Japan en West-Europa. Daarnaast wordt door de deficietlanden op de reserves ingeteerd, voor zover nog aanwezig.

De deficietlanden zullen op een bepaald moment limieten van financiële draagkracht en kredietwaardigheid bereiken, waardoor de handelsstromen van richting moeten veranderen. Dit proces is bij de meeste grote schuldenlanden, zoals de Latijns-Amerikaanse landen al enige tijd aan de gang. Voor de OPEC-landen en vooral voor de Verenigde Staten moet het ombuigingsproces nog beginnen en bevinden wij ons bij deze landen nu in de fase van het afbouwen van reserves en het opnemen van krediet.

Verwacht moet worden dat wanneer de grenzen van koopkracht c.q. van kredietwaardigheid worden bereikt, het transferprobleem van de Verenigde Staten dat van de traditionele schuldenlanden in de schaduw zal stellen. In 1985 zijn de Verenigde Staten namelijk niet alleen een netto-schuldenland geworden; zij zijn nu ook met \$ 110 mrd. buitenlandse schuld de grootste debiteur. De buitenlandse schuld van landen als Mexico en Brazilië ligt rondom \$ 100 mrd. Geheel Latijns-Amerika had per ultimo 1985 een schuld van \$ 400 mrd. Als de trend zich voortzet zal de buitenlandse schuld van de Verenigde Staten binnen vier jaar het dubbele bedragen van die van Latijns-Amerika.

De Amerikaanse tijdbom

Vanaf 1982 vertoont de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans een voortdurend toenemend tekort. In 1980 en 1981 was er nog een overschot van \$ 2 resp. \$ 6 mrd. In 1982 sloeg dit om in een tekort van \$ 9 mrd., waarna dit opliep tot een tekort van £ 138 mrd. in 1986.

Het tekort is vooral het gevolg van de groeiende discrepantie tussen in- en uitvoer van goederen en diensten door de Verenigde Staten. Oorzaken van deze groeiende onevenwichtigheid zijn:

- de snelle groei van de binnenlandse bestedingen in de VS, die de reële toename van het nationale produkt overtrof en tot een forse groei leidde van het invoervolume. Van 1980 - 1986 steeg het reële bnp met 2,1% per jaar en de reële binnenlandse bestedingen met 2,7%. De invoer steeg in dezelfde periode maar liefst met 5,9% per jaar, terwijl de uitvoer slechts 1% toenam;
- het exportoffensief door Japan en de lage invoerquote van dit land. De reële groei bedraagt over de jaren 1980 - 1986 3,8% per jaar. De binnenlandse bestedingen groeiden in Japan in de periode 1980 - 1986 even snel als de binnenlandse bestedingen van de VS. Toch lag de invoergroei in Japan veel lager. Japan heeft een relatief gesloten volkshuishouding. De Japanse export

Tabel 1. Amerikaanse handelsbalanssaldi naar regio in mrd. dollars

	1980	1986
Japan	- 12	- 57
Canada	- 7	- 24
West-Europa	19	- 34
Latijns-Amerika	5	- 14
OPEC a)	- 32	- 5
Azië b)	- 15	- 37

a) excl. Ecuador, Venezuela, Indonesië.
b) excl. Japan.

Tabel 2. Depreciatie a) van de dollar in procenten van de valuta van enkele belangrijke landen

Japan	- 38	Zuid-Korea	2,5
West-Duitsland	- 42	Taiwan	- 8
Frankrijk	- 38	Hongkong	0
Verenigd Koninkrijk	- 26	Brazilië	257
Canada	- 1	Mexico	323

a) Periode maart 1985-november 1986.

nam met 7,4% per jaar toe, veel meer dan de groei van de wereldhandel;

- de onderbesteding in West-Europa, met name in West-Duitsland. Over 1980 - 1986 bedroeg de reële groei in West-Duitsland 1,5% per jaar. De binnenlandse bestedingen namen slechts met 0,9% per jaar toe. De invoergroei in de BRD lag met 2,7%, ondanks de open economie, laag omdat de binnenlandse bestedingen zo traag groeiden. Gevolg van een overwegend restrictief fiscaal beleid ter beperking van het financieringstekort van de overheid. De uitvoer groeide met 4,2% gemiddeld per jaar;
- de koersstijging van de Amerikaanse dollar in de periode 1980 - 1985, die het Amerikaanse produkt te duur maakte op zowel de binnen- als de buitenlandse markt vergeleken met het produkt van de concurrenten.

Nadere analyse van de Amerikaanse handelsbalans brengt enkele veelzeggende ontwikkelingen aan het licht. Er is b.v. sprake van een enorme importpenetratie van buitenlandse industrieproducten op de Amerikaanse markt bij een vrijwel gelijkblijvende industriële export. Het handelsbalanssaldo voor industrieproducten was in 1980 nog positief (+ \$ 19 mrd.) In 1986 bedroeg het saldo voor deze goederencategorie - \$ 131 mrd. Bovendien heeft een enorme daling van de Amerikaanse uitvoer van landbouwproducten plaatsgevonden, waardoor het - traditionele - landbouwoverschot tot nihil is gereduceerd. Als laatste verandering noemen we de grote bilaterale handelsoevenwichtigheden, vooral maar niet alleen met Japan en West-Europa (tabel 1).

Sedert februari 1985 - toen de dollarkoers het hoogste punt bereikte - is op twee manieren geprobeerd het handelsbalanstekort van de VS te verminderen. In de eerste plaats is een depreciatie van de dollar bewerkstelligd. De waardedaling van de Amerikaanse munt was aanzienlijk, maar niet voor elke valuta gelijk (zie tabel 2).

De dollar is gedeprecieerd ten opzichte van de valuta van Japan en West-Europa, maar niet tegenover de valuta van Canada en de Aziatische nieuwe industrielanden (wier valutakoers is gekoppeld aan die van de dollar) en de Latijns-Amerikaanse landen (die hun valuta nog veel sneller deprecieerden dan de dollar).

In de tweede plaats zijn herhaaldelijk pleidooien gevoerd voor een expansiever economisch beleid in landen met grote besparingsoverschotten, vooral Japan en West-Duitsland. Tot nog toe met een bescheiden resultaat. De BRD is niet van zins vroegtijdig een expansiever beleid te voeren. De recente discontoverlaging ging vergezeld van kredietbeperkende maatregelen. Japan voert wel een ruimer budgettair en monetair beleid, maar dat zal door de

geslotenheid van die economie relatief weinig opleveren voor de importgroei.

Vooraf door de dollardepreciatie is nu – na een zekere tijdsspanne – van een zekere omslag van enkele bilaterale internationale handelsstromen sprake. Door prijzeffecten (de lagere olieprijs en de lagere dollarkoers betekent een invoervoordeel voor de BRD en Japan) komt deze omslag in de nominale handelsbalansen nog niet tot uitdrukking. Volgend jaar zullen de handelsbalanssaldi in de VS en in Japan en de BRD wellicht minder onevenwichtig zijn. Maar deze verbetering gaat langzaam en duurt zeker nog jaren, ook gezien het persisteren van de tekorten met Canada, Azië en Latijns-Amerika bij een onveranderd wisselkoersbeleid van deze landen.

Vermijden van recessie

Wat zijn de mogelijkheden om de Amerikaanse externe financiën op orde te krijgen? We noemen er drie:

- de rest van de wereld groeit sterker dan de Verenigde Staten;
- dat gebeurt niet en de Amerikanen forceren een versterking van hun uitvoergroei ten koste van groei elders, bij voorbeeld door een verdere depreciatie van de dollar; en/of
- er komt meer handelsprotectie van de zijde van de Verenigde Staten. Deze moet een invoerafname van de Verenigde Staten bewerkstelligen.

Het is duidelijk dat alleen de eerste oplossing een recessie vermijden kan. Maar onder de industrielanden is de politieke wil daartoe nog niet aanwezig. Angst voor een hernieuwde inflatie en de prioriteit voor het verminderen van de overheidsschulden, zijn de voornaamste oorzaken van deze houding. Niet alle industrielanden zijn overschotlanden. Maar zelfs al zouden de niet-Amerikaanse industrielanden akkoord gaan met vraagstimulering, zal de invoer uit de Verenigde Staten sterk moeten stijgen om dit land in staat te stellen aan zijn renteverplichtingen te voldoen en ook nog schuld af te lossen. Deze noodzakelijke invoer zal de absorptiecapaciteit van die landen ver overtreffen. Er zijn bovendien ook nog de eisen die de andere schuldenlanden aan onze absorptie capaciteit stellen.

Niet onterecht wordt door de meeste Westeuropese financiële specialisten betoogd dat de oorzaak van de financiële en handelsdistorties in de wereldeconomie in hoofdzaak gezocht moet worden in het Amerikaanse begrotingstekort. Niet de buitenwereld, doch de Amerikanen zelf zullen een bijdrage moeten leveren aan het herstel van de wereldeconomie. Dat zal dienen te geschieden door een reële verlaging van het tekort op de federale begroting. Maar op de korte termijn levert een dergelijke actie natuurlijk vraaguitval op. Het somberste scenario van de toekomst is dus Amerikaanse- en OPEC-markten die niet veel positieve impulsen meer leveren aan de vraag naar goederen en diensten, nadat hetzelfde reeds in Latijns-Amerika gebeurd was. Deze landen zullen dan eerder een druk op de wereldmarkt uitoefenen, door hun noodzaak tot extra export. Bij gebrek aan absorptie capaciteit elders doemt dan naast een ruimere aanbod op een krimpende markt (= recessie) het beeld op van schuldafschrijving (= kapitaalvernietiging). Bij de Verenigde Staten zal dat niet de vorm aannemen van betalingstaking van hun meest in dollars luidende buitenlandse schuldendienst, maar eerder van depreciatie van de dollar. Depreciatie van de dollar werkt in vrijwel alle opzichten gunstig voor de Verenigde Staten. Het belemmert de Amerikaanse invoer, bevordert de export en verlicht daarnaast ook nog de last van de Amerikaanse schuldverplichtingen. Het gevaar van een toenemende inflatie is daar nu nog gering, door de tegenkracht die geleverd wordt door de lagere prijzen van ingevoerde grondstoffen en de gematigde loonontwikkeling.

De wereldeconomie bevindt zich nu dus in een labiele situatie. De ontwikkelingslanden kunnen bij gebrek aan middelen en aan kredietwaardigheid de wereldhandel niet

meer stimuleren. De Amerikaanse economie is ook niet langer het trekpaard. Een ruimer fiscaal beleid is in de Verenigde Staten uitgesloten. Het monetaire beleid is daar reeds ruim te noemen. Kenmerkend voor de huidige situatie in de Verenigde Staten is ook dat de krachtige geldgroei nu geen extra impuls geeft aan de reële economie. Eerder neemt slechts de activiteit op de financiële markten toe.

De wereldhandel zal na de Verenigde Staten en de ontwikkelingslanden nieuwe markten moeten aanboren. De noodzaak van schuld- en rentebetaling van de voornaamste schuldenlanden zal een netto-uitvoerdruk uit die landen teweegbrengen. De Verenigde Staten staan voor dezelfde noodzaak om de netto uitvoer te vergroten. Japan zal trachten inkrimpende markten te vervangen door andere. Zelf biedt dit land niet veel soelaas voor de wereldhandel. West-Europa wordt het nieuwe jachtterrein. Ons continent kan die uit drie richtingen komende omvangrijke additionele handelsstromen onmogelijk allemaal absorberen. Zal de wereldhandel de komende jaren verminderen door gebrek aan voldoende opnamecapaciteit?

Bij de huidige, in toenemende mate labiele situatie van de wereldhandel, voegt zich monetaire instabiliteit. Die wordt ook veroorzaakt door Amerikaanse monetaire diplomatie. Dollars zijn er te over, onder meer door de sterk gestegen nationale liquiditeitsquote in de VS. Er zullen even zoveel dollars worden aangeboden als de Amerikaanse autoriteiten dat nuttig en nodig achten voor het bereiken van hun internationale economische doelstellingen. Daarbij komen dan nog de dollarstromen, die op gang gebracht worden door het beleggerssentiment. Dat sentiment kan worden bespeeld. Het effect daarvan is groot, aangezien door de grote mate van vrijheid van kapitaalverkeer veel beleggers tegelijkertijd en binnen een korte tijd grote bedragen kunnen verplaatsen. En de netto internationale kredietverlening die sinds 1982 in steeds toenemende mate aan de Verenigde Staten plaats vindt, heeft de dollar steeds afhankelijker gemaakt van het sentiment van de Amerikaanse crediteuren. Een internationale financiële en economische crisis veroorzaken is nu niet erg moeilijk. De opgave zal zijn de labiele periode die wij tegemoet gaan, zonder kleerscheuren door te komen.

Besluit

Om een evenwichtige reële en monetaire ontwikkeling te garanderen zijn de volgende beleidsinitiatieven geboden:

1. het financieringstekort van de Amerikaanse federale overheid reduceren op een zodanige wijze dat op de korte termijn niet al te veel vraaguitval optreedt;
2. de Amerikaanse spaarquote verhogen;
3. de Amerikaanse particuliere vraag – liefst de investeringen ter modernisering van de economie – stimuleren, binnen de grenzen van het mogelijke;
4. idem in Japan en in West-Europa;
5. een zo nauw mogelijke internationale economische samenwerking bevorderen om te vermijden dat het wapen van dollardepreciatie en dat van handelsbescherming wordt gehanteerd;
6. het schuldenprobleem van de ontwikkelingslanden aanpakken, ondanks het feit dat dit probleem in de komende jaren zeker wat op de achtergrond zal raken door de toenemende economische en financiële problemen tussen de industrielanden onderling. Het gaat erom door een verantwoorde 'policy mix' de schuldenlast tot dragelijke proporties terug te brengen.

Elk van deze punten verdient nadere uitwerking. Dat is niet de bedoeling van dit artikel. We hebben hier enkel willen laten zien dat zich in de schaduw van redelijk gunstige prognoses voor de conjunctuur van 1987, financiële en economische spanningen ontstaan die deze prognoses in een keer naar het rijk der fabelen kunnen verwijzen.

**F. Rincker
P. Burger**