

De wereldeconomie en de Golfcrisis

Vergeleken met de oliecrises in de jaren zeventig staat de wereldeconomie er nu structureel heel wat beter voor. Een belangrijk verschil met die periode is dat de nationale economieën veel meer met elkaar verweven zijn. Daardoor zal de schok van een olieprijsverhoging zich enerzijds sneller verspreiden, maar anderzijds zou een gecoördineerd beleid de nadelige gevolgen kunnen verzachten. Zo'n nadelig effect is bij voorbeeld een renteverhoging. Door de Golfcrisis is het niet denkbeeldig dat Japan, dat voor zijn olievoorziening volledig afhankelijk is van import, de verzwakte yen met het rente-instrument zal steunen. De VS zouden om het begrotingstekort financierbaar te houden direct moeten volgen. Een milde recessie is dan onvermijdelijk.

PROF. DR. C.K.F. NIEUWENBURG*

De wereldwijde, ononderbroken economische groei sinds 1983 is mede een gevolg van de opgetreden internationale politieke ontspanning in deze periode. Deze ontspanning vormde een belangrijke bijdrage aan een gunstig investeringsklimaat voor het bedrijfsleven. De internationalisering van het bedrijfsleven zette zich in het vorige decennium sterk door. De wereld ontwikkelde zich tot één markt. Dat gold niet alleen voor de goederenmarkten, maar vooral ook voor de financiële markten. De toenemende internationale verwevenheid van markten leidde er ook toe dat de nationale economieën over en weer gevoeliger werden voor elkaars wel en wee. Schokken die lokaal ontstaan, planten zich daardoor in gemakkelijker voort de wereldeconomie.

In augustus 1990 is de internationale gemeenschap geconfronteerd met een ernstige crisis in het Midden-Oosten. Als uit de Golfcrisis een sterke, permanente olieprijsstijging resulteert, kan dat ingrijpende gevolgen hebben voor de wereldeconomie. Ook al zou de stijging van de olieprijs uiteindelijk meevallen doordat de Golfcrisis wordt bezworen, dan nog blijft er het effect van het geschokte vertrouwen. Dat kan zich nog lang doen gevoelen. De onzekerheid die door de Golfcrisis wordt geschapen, kan ertoe leiden dat investeringsplannen in de kast belanden, dat consumenten terughoudender worden en dat grote nervositeit op de financiële markten ontstaat. Dat laatste hebben wij reeds kunnen waarnemen. Beleggers hanteerden een hogere risico-premie. De beurskoersen daalden en de rentevoeten stegen.

Er is echter een groot verschil tussen de huidige koersval en die van 1987 en 1989. Nu is er sprake van een oorzaak in de reële sfeer, namelijk een dreigend tekort aan olie, maar in 1987 en 1989 was dat niet het geval. In die jaren lag de oorzaak in de financiële sfeer. De internationale financiële markten traden corrigerend op ten aanzien van het door de Groep van Zeven gevoerde monetaire beleid, dat tot sterk gestegen rentevoeten had geleid. De reële sfeer onderging geen enkele invloed van de gebeur-

tenissen in de financiële sfeer. Het is echter de vraag of dat laatste ook nu het geval zal zijn. Het is niet ondenkbaar dat nu wel een negatief terugkoppelingseffect optreedt van de financiële naar de reële sfeer, dus naar de productie en de bestedingen.

De huidige situatie

Een crisis komt vrijwel altijd ongelegen, maar nu zeer zeker gezien de economische situatie in de wereld:

- de Verenigde Staten en Groot-Brittannië balanceren reeds op de rand van een recessie;
- de kosten van de Duitse hereniging blijken hoger te zijn dan gedacht;
- de overgang van de Oosteuropese economieën naar een marktordening verloopt erg moeizaam, terwijl de Sovjetconomie op instorten staat; en
- er is reeds sprake – los van de Golfcrisis – van stijgende rentevoeten en een aantrekkende inflatie in de wereld.

Toch is de huidige situatie van de wereldeconomie nu structureel veel gunstiger dan in de zeventiger jaren. Door de grotere internationale verwevenheid van de nationale economieën zal een schok – bij voorbeeld een sterke olieprijsverhoging door de OPEC – zich enerzijds mondiaal sneller en breder verspreiden, maar anderzijds zal het effect worden gemitigeerd door een grotere bereidheid het economische beleid internationaal te coördineren. De flexibiliteit van de economieën is groter, mede omdat meer wordt overgelaten aan het decentrale bestuursniveau en aan de markten.

* De auteur is als hoogleraar verbonden aan het Economisch Instituut/CIAV van de Rijksuniversiteit te Utrecht. Dit artikel is een uitgewerkte versie van een voordracht gehouden op een symposium van de Amsterdamse Commissionairs Combinatie.

Verder zijn door internationalisering, proces- en produkt-innovaties de financiële markten efficiënter geworden. Een plotselinge ophoping van oliedollars kan daardoor gemakkelijker doorstromen, waardoor het gevaar van een mondiale vraaguitval geringer is dan in de zeventiger jaren.

Zeker voor de lidstaten van de EG geldt dat door de toegenomen verwevenheid van de economieën het weerstandsvermogen groter is dan in de zeventiger jaren. Daardoor zijn de lidstaten ook minder gevoelig geworden voor ontwikkelingen in de VS, hoewel die nog steeds van grote importantie zijn voor de wereldhandel en daarmee voor Europa. Daarnaast zijn de westerse economieën minder afhankelijk van olie uit het Midden-Oosten doordat andere produktievelden en alternatieve energiebronnen tot ontwikkeling zijn gebracht. Maar er zijn grote verschillen tussen de landen. Frankrijk heeft bij voorbeeld kernenergie als alternatief tot ontwikkeling gebracht. Nederland daarentegen nauwelijks.

Vooral voor Europa en Japan geldt dat de economische groei minder energie-intensief is geworden. De VS ervaren wat dit betreft het nadeel dat zij per eenheid van het bnp ongeveer 2,7 maal zoveel energie nodig hebben als Japan en 1,8 maal zoveel als gemiddeld in Europa. Bovendien zijn er aanzienlijk grotere strategische voorraden beschikbaar dan in de zeventiger jaren het geval was.

Tot slot is de huidige dollarkoers – waartegen de olierekening moet worden afgerekend – met f 1,75 eind augustus 1990 – een stuk lager dan gemiddeld in de zeventiger jaren. Bij het uitbreken van de eerste oliecrisis in 1973 bedroeg de dollarkoers f 3 en ten tijde van de tweede oliecrisis in 1979 f 2. Dit gunstige valutavoordeel geldt vanzelfsprekend niet voor de VS. Voor de VS geldt bovendien dat hun olie-import toeneemt. Enkele jaren geleden importeerden de VS 45 procent van hun oliebehoefte, nu is dat 50 procent en in 1995 zal dat 65 procent zijn. Ongeveer een kwart komt uit het Midden-Oosten.

Uit het voorgaande blijkt dat de westerse economieën er in het algemeen structureel beter voor staan dan in de zeventiger jaren. De VS verkeren echter in een relatief ongunstige positie: hun afhankelijkheid van olie-import is stijgende, hun economische groei is zeer energie-intensief en voor hen geldt niet het gunstige valuta-effect. Bovendien bevinden de VS zich in een kritieke conjuncturele fase. Op dat laatste kom ik nog terug.

Beleidsaspecten

Hoewel de wereldeconomie structureel sterker is dan in de zeventiger jaren, blijft een adequaat beleid cruciaal. Als zich een omvangrijke, permanente stijging van de olieprijs voordoet, is het belangrijk een aantal beleidsfouten uit de zeventiger jaren te vermijden. Vanuit de Nederlandse situatie beschouwd betekent dat ondermeer dat we niet alleen de vraageffecten van een oliecrisis moeten bestrijden, zeker niet door het opvoeren van de overheidsuitgaven, maar ook de aanbodeffecten. De budgettaire ruimte voor een stimulerend bestedingsbeleid ontbreekt trouwens door het te hoge financieringstekort, dat overigens mede een resultante is van het na de vorige oliecrisis gevoerde beleid.

Een olieprijsverhoging dient snel marktconform door te werken in de economie. Dat betekent bij voorbeeld dat het koopkrachtverlies door de ruilvoetverslechtering voor de werknemers in de markt – en in de publieke sector en voor de uitkeringstrekkers – niet dient te worden gecompenseerd ten koste van stijgende arbeidskosten per eenheid produkt, een stijgende collectieve lastendruk of een stijgend financieringstekort. Indien de druk van de vakbonden om een prijscompensatie te krijgen te groot wordt, dan kan

de overheid pogen die druk af te kopen met een btw-verlaging. Mocht dat niet lukken dan kan de arbeidskostenstijging voor het bedrijfsleven worden gecompenseerd door de werkgeverslasten voor de sociale zekerheid te verlagen. In beide gevallen kunnen de extra aardgasbaten worden aangewend als financieringsbron. Beter is echter om het ruilvoetverlies – de nationale verarming – te laten doorwerken en de extra aardgasbaten te gebruiken voor inkoop van staatsschuld, waardoor de steeds verder stijgende rentelasten voor de overheid worden beperkt. Verder mag het te voeren inkomensbeleid van verdelende rechtvaardigheid op basis van de loonwet – ingeval er een acute nationale noodsituatie mocht ontstaan – niet tot verstarrende inkomensverhoudingen leiden. Dit zou alle fut om te werken, te sparen, te investeren en te vernieuwen uit de economie halen. Ook dat is een les uit de zeventiger jaren.

Hoe ernstig de Golfcrisis op zichzelf genomen ook moge zijn, de betekenis kan niet goed worden beoordeeld los van de structurele en conjuncturele ontwikkeling van de wereld-economie gedurende de laatste jaren. Daarom ga ik wat nader op die ontwikkeling in.

De Verenigde Staten

Evenals Europa reageerden de VS op de in de zeventiger jaren opgelopen achterstand ten opzichte van Japan. Ronald Reagan kwam in 1980 met een economisch programma dat in essentie was gebaseerd op de klassieke achttiende-eeuwse gedachte dat financiële prikkels voor mensen de belangrijkste drijfveer vormen om economische activiteiten te ontplooiën.

- De kern van de Reagonomics beruiste op drie peilers:
- verbetering van de marktwerking door deregulering, debureaucratisering, privatisering en dergelijke. Kortom, meer markt en minder overheid;
 - krachtige inflatiebestrijding door een krap-geldpolitiek. Inflatiebestrijding werd belangrijk geacht omdat inflatie valse prijssignalen afgeeft aan marktpartijen die daardoor verkeerde beslissingen nemen. Bovendien leidt inflatie bij progressieve belastingtarieven tot een sluipende verzwaring van de belastingdruk en dat is strijdig met de derde peiler;
 - verlaging van de belastingtarieven met als doel door financiële prikkels de produktiviteitsgroevertraging van de zeventiger jaren om te buigen.

De Amerikaanse economie begon in 1982 inderdaad op te leven, hoewel niet duidelijk is of dit nu een aanbodeconomisch effect is geweest of een traditioneel Keynesiaans bestedingseffect. Wel is het zeker dat de Reagonomics een aantal verstrekkende gevolgen heeft gehad voor de wereldeconomie – gevolgen waarmee wij vandaag de dag nog te kampen hebben – omdat een aantal zaken fout liep. Wat onder meer fout liep was het achterwege blijven van extra belastingopbrengsten en dus van inverdieneffecten op de begroting. Het bewust gecreëerde begrotingstekort werd niet vanzelf ingelopen. Bovendien leidde de overhaaste deregulering van het spaarbankwezen tot grote financiële problemen voor rekening van de federale overheid. Met de sanering van het spaarbankwezen is een bedrag gemoeid dat overeenkomt met de totale jaarlijkse uitgaven aan defensie. Ook was een tegenvaller dat de spaarzin van het Amerikaanse publiek niet bleek toe te nemen. De binnenlandse besparingen bleken onvoldoende te zijn om de begrotingstekorten te dekken. Er moest een beroep worden gedaan op buitenlands kapitaal, met name Japans. In een klein aantal jaren veranderde de VS van crediteurland in het grootste debiteurland. Van het

jaarlijkse financieringstekort wordt ongeveer een derde door Japan gefinancierd.

Het ingezette krapgeldbeleid had ongewenste neveneffecten. De inflatie werd weliswaar in toom gehouden, maar de krapgeldpolitiek leidde ook tot een sterke stijging van de koers van de dollar. Die verdubbelde bijna in waarde. Voor de VS zelf betekende dat een verslechtering van de internationale prijsconcurrentiepositie. De exporten liepen terug, de importen namen toe en het tekort op de lopende rekening werd groter. Zo ontstond het huidige dubbeltekort van de VS: een tekort op de federale begroting en een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Recent is de lopende rekening enigszins verbeterd, maar de stijgende olieprijs kan daarop weer een negatieve invloed hebben. Tot nu zijn de VS er niet in geslaagd hun begrotingstekort substantieel terug te brengen.

Een nieuwe tegenslag is de Golfcrisis. Vanwege de ontspanning in de oost-westrelatie hadden de VS erop gerekend een 'vredesdividend' te kunnen incasseren op hun defensie-uitgaven. Dat zal waarschijnlijk niet doorgaan, zo niet zelfs in het tegendeel verkeren. Ook de kosten van het spaarbankdebacle vallen opnieuw tegen. Bovendien zal het moeilijker zijn om de voorgenomen accijnsverhoging op energieproducten door te voeren, nu de olieprijs door de Golfcrisis toch al stijgt. Het beroep door de VS op de internationale kapitaalmarkten zal daardoor de komende jaren hoog blijven. Maar de VS ontmoeten in toenemende mate problemen met de financiering van hun tekorten op de internationale kapitaalmarkten.

De zwakke dollar in augustus 1990 vraagt in feite om een renteverhoging, maar de Fed aarzelt omdat dat de komst van de reeds dreigende recessie zal bespoedigen. Uit een oogpunt van conjunctuurbeleid ligt zelfs een renteverlaging meer voor de hand. Daarop wordt aangedrongen door het Witte Huis en het Congres. Maar de Fed heeft bedenkingen omdat dat de tekorten moeilijker financieerbaar maakt. Bovendien zal een renteverlaging de inflatie versnellen. Die wakkert toch al aan door de lage dollarkoers en de stijgende olieprijs. De VS worden dus momenteel geconfronteerd met een dilemma tussen recessie en inflatie. De kans bestaat dat het recessie en inflatie wordt, afhankelijk van de afloop van de Golfcrisis. Vooral de Japanse reactie op de crisis is voor de VS van groot belang. Indien Japan vanwege de olieprijsverhoging een renteverhoging zou doorvoeren om de yen te steunen, zal die door de VS gevolgd moet worden om hun tekorten te kunnen blijven financieren. Dit leidt in de VS tot een recessie en een kostengeïnduceerde inflatie.

Japan

De Japanse economie draait op dit moment op topcapaciteit. Dit gaat gepaard met krapte op de arbeidsmarkt en opwaartse druk op het prijspeil. Hoewel de gang van zaken in de reële sfeer van de Japanse economie goed is – afgezien van de conjuncturele spanning – zijn er problemen in de financiële sfeer, met name in het bankwezen. Dit zijn problemen die voor de VS een bedreiging vormen, omdat daardoor de positie van Japan als kapitaalexporteur kan worden aangetast.

De problemen in de Japanse financiële sfeer staan overigens niet helemaal los van het door de VS zelf in het verleden gevoerde monetaire beleid. De krap-geldpolitiek van Ronald Reagan in 1985 leidde tot een zeer harde dollar. Dat gaf niet alleen de VS problemen, maar ook andere landen die daardoor met importinflatie werden bedreigd. Dat was het moment waarop zeven hoogontwikkelde landen (de Verenigde Staten, Canada, Groot-Brittannië, Frankrijk, de Bondsrepubliek Duitsland, Italië en Japan)

zich opwierpen als manager van de wereldeconomie. Het Plaza-akkoord te New York in 1985 leidde tot een gecoördineerde actie om de dollarkoers omlaag te brengen. Daartoe werden in Europa de discontovoeten verhoogd en werd er geïntervenieerd op de valutamarkten. Het beleid lukte te goed, want de dollarkoers schoot verder naar beneden door dan de bedoeling was. Dat leidde tot nieuw overleg en tot het Louvre-akkoord te Parijs in 1987. Ook nu werd het rentewapen ingezet. Met name Japan zou een ruimeldpolitiek voeren met een lage discontovoet.

De gevolgen van het beleid van de Groep van Zeven zijn bekend. De financiële markten waren het niet eens met het officiële rentebeleid, hetgeen leidde tot de beursval in oktober 1987 en opnieuw in oktober 1989, toen de monetaire teugels werden aangetrokken die na de krach van 1987 waren gevierd om de aandelenkoersen te steunen. De ruim-geldpolitiek en de lage discontovoet leidden in Japan tot een selectieve inflatie. De inflatie kwam namelijk vooral tot uiting in de aandelenkoersen en in de onroerend-goedprijzen.

Dwars tegen de internationale trend in naar hogere rentevoeten die eind 1989 inzette, heeft de Japanse centrale bank het disconto laag gehouden. Er werden weliswaar een vijftal discontoverhogingen doorgevoerd – van 2,5 procent in mei 1989 tot 5,25 procent in maart 1990 – maar die bleven achter bij de ontwikkeling van het internationale renteniveau. In het begin van 1990 corrigeerden de beleggers op de beurs van Tokyo het rentebeleid van de centrale bank. Door de liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer bleek het niet mogelijk de Japanse marktrentevoeten blijvend te isoleren van de internationale. Het gevolg was een wegzakkende yen en verkopen op de beurs omdat een rentestijging werd verwacht.

De terughoudendheid van de Japanse centrale bank om het disconto te verhogen hangt samen met de kwetsbare positie waarin het Japanse bankwezen verkeert. Een discontoverhoging om de yen te steunen, versmalt de toch al niet ruime rentemarge van Japanse banken, die zich in het algemeen kort financieren en lang uitzetten. Verder kan een discontoverhoging de verwachting wekken dat ook de lange rente zal stijgen en dit kan aanleiding geven tot een verdere daling van de effectenkoersen. Dat tast de kapitaaldekking van Japanse banken aan, omdat die in belangrijke mate op effectenbezit is gebaseerd. Een discontoverhoging kan dus via de lange rente en de effectenkoersen leiden tot een aantasting van het uitleenvermogen van Japanse banken. Dat is niet goed voor de Japanse economie op langere termijn en een verzwakt Japans bankwezen is evenmin goed voor de financierbaarheid van de Amerikaanse tekorten.

Er is echter ook een krachtig tegenargument: een discontoverhoging is gewenst om de yen te steunen om de import van inflatie tegen te gaan. Dit argument is in augustus 1990 des te krachtiger omdat de prijs van ruwe olie ten gevolge van de Golfcrisis stijgt. En Japan is ten aanzien van deze grondstof en energiedrager voor honderd procent afhankelijk van import. Hetzelfde geldt voor hun gebruik van natuurlijk gas waarvan de prijs die van aardolie volgt.

Dus net zoals de Fed wordt de Japanse centrale bank geconfronteerd met een rentedilemma. En net zoals de Fed ontmoet de centrale bank weerstand, in dit geval van het machtige Ministerie voor Internationale Handel en Industrie (MITI). Het MITI vindt de inflatoire druk (nog) niet groot genoeg om een discontoverhoging te rechtvaardigen en is bevreesd dat daardoor de Japanse conjunctuur omslaat.

Op 30 augustus 1990 werd echter toch een discontoverhoging doorgevoerd van 5,25 procent naar 6 procent. De financiële markten hadden deze verhoging echter verwacht en reeds verwerkt in de marktrentevoet, waardoor het positieve effect op de yen en het negatieve effect op de

effectenkoersen beperkt bleef. De Nikkei-index steeg zelfs enigszins, vermoedelijk als gevolg van een psychologisch effect. Het kan zijn dat de discontoverhoging bij beleggers het vertrouwen wekte dat de autoriteiten de schade voor de Japanse economie door de Golfcrisis pogen te beperken. Maar in de week daarna daalde de Nikkei-index verder en begonnen de marktrentevoeten aan te trekken.

Belangrijk is of Japan nog verdere discontoverhogingen zal doorvoeren die de marktrente omhoog zullen stuwten. Dat zou het rente-ecart met de VS verder verkleinen en kan hen dwingen eveneens tot renteverhoging over te gaan om de tekorten financierbaar te houden. Maar dat zou in de VS een recessie onontkoombaar maken, met alle gevolgen van dien voor de wereldeconomie en voor Nederland. Met dit laatste is tevens een antwoord gegeven op de in het begin gestelde vraag of er vanuit de financiële sfeer – in tegenstelling tot 1987 en 1989 – repercussies kunnen zijn voor de reële sfeer. Die zijn er naar mijn mening via een afgedwongen renteverhoging, in het bijzonder in de VS.

Verwachting

Het beeld voor de negentiger jaren dat uit het voorgaande opdoemt laat zich als volgt samenvatten. Het structurele beeld is, dat zich een drietal economische en monetaire machtsblokken begint af te tekenen rond de yen, de dollar en de ecu. De herstructurering van de Oosteuropese economieën, inclusief de Sovjetunie, en van het bedrijfsleven binnen de EG met het oog op de komende EMU en de blijvend hoge tekorten van de Verenigde Staten, zullen leiden tot een grote vraag naar kapitaal. Gecombineerd met een mogelijk gering aanbod van Japanse zijde, leidt

dat tot een aanhoudende opwaartse druk op het renteniveau. De vervaging van het onderscheid tussen geld- en kapitaalmarktpapier door deregulering, liberalisatie en internationalisering van vermogensmarkten, zal leiden tot een vlakke rentestructuur.

De versterkte neiging van de monetaire autoriteiten om internationaal samen te werken om wisselkoersdoelstellingen te verwezenlijken, waarbij vooral de korte rente als wapen wordt ingezet, vergroot de kans op het optreden van een omgekeerde rentestructuur. Het proces van blokvorming rond de yen, de dollar en de ecu zal vergezeld gaan met een herschikking van wisselkoersverhoudingen – vooral ten gunste van de ecu – maar ook met handelspolitieke conflicten waarbij het wisselkoerswapen wordt ingezet. Een herschikking van de wisselkoersen zal eveneens optreden als de olieprijs blijvend wordt verhoogd. De munten van de olie-importerende en de olie-exporterende landen zullen respectievelijk depreciëren en appreciëren.

Het conjuncturele beeld van de wereld is omgeven met onzekerheid. De VS balanceren op de rand van een recessie. Een ongunstige afloop van de Golfcrisis kan de balans naar een recessie doen doorslaan, vooral door een afgedwongen verhoging van de rente. Dat zal gevolgen hebben voor de wereldeconomie. Maar ik verwacht niet dat een recessie gevolgd zal worden door een stagflatie zoals in de zeventiger jaren. De structuur en de flexibiliteit van de wereldeconomie is veel beter dan toen. Bovendien verwacht ik niet dat de olieproducerende landen het zullen laten aankomen op een echt forse verhoging van de olieprijs, bij voorbeeld tot \$ 35 à \$ 40, omdat de dan resulterende recessie ook hen zelf zal treffen.

C.K.F. Nieuwenburg