

Onevenwichten in de wereldeconomie

L. Cuyvers *

De wereldeconomie balanceert sinds verschillende jaren op het scherp van het mes. Grote onevenwichten houden aan. Tot op heden eisten zij nog geen echte tol. Er bleef enige, zij het beperkte ruimte, voor ingrijpen. De dringendheid van de opdracht werd sterk in de verf gezet door de crash van Wall Street in oktober 1987. De aanvankelijk door bijna iedereen voorspelde recessie bleef uit, en de beurs herstelde zich zelfs enigszins. Dit verklaart de nieuwe golf van euforie die, ondanks de persistentie der onevenwichten in de wereldeconomie, het wereldje der ekonomen teistert. Nochtans is er niets fundamenteels gewijzigd. In onderhavig artikel zullen we stilstaan bij de aanhoudende onevenwichten in de wereldeconomie en hun relatie met de toenemende fragiliteit van de internationale financiële markten.

Over welke onevenwichten gaat het? Welke karakteristieken vertonen deze onevenwichten? Het betreft onevenwichten in de lopende rekening der grote economische machten in de wereld, hun wisselkoersen en hun economisch beleid. Deze onevenwichten zijn nieuw, in die zin dat ze niet kunnen worden vergeleken met die uit de jaren zeventig.

Indedaad, daar waar de jaren zeventig en het begin der jaren tachtig grote onevenwichten in handels- en kapitaalstromen toonden tussen de petroleumproducerende landen enerzijds en de industrielanden en niet-petroleumproducerende ontwikkelingslanden anderzijds, betreffen de huidige onevenwichten in de wereldeconomie vooral de industrielanden, voornamelijk dan de VS, Japan en Duitsland. Deze onevenwichten zijn in absolute waarden gemeten niet groter dan voorheen, maar wel gevaarlijker geworden, omdat zij zich situeren in het centrum zelf van het economisch wereldsysteem. De laatst beschikbare OESO-projecties voor de VS, Japan en Duitsland zijn opgenomen in tabel 1.

* Ludo Cuyvers is verbonden aan de Dienst Algemene Economie van de Rijksuniversiteit Centrum Antwerpen.

TABEL 1 Voorziene ontwikkelingen van de lopende rekening van de V.S., Japan en de B.R.D., 1987-1989 (in miljarden \$).

	V.S.	Japan	B.R.D.
1987	-160,7	87	44,3
1988	-150	85	47
1989	-132	80	42

Bron: OCDE, Perspectives économiques, Nr.43, juni 1988.

De onevenwichten houden dus verder aan en hypothekeken de toekomst van de wereld economie. De steeds terugkerende tekorten op de lopende rekening van de VS hebben dit land tot de grootste debiteur van de wereld gemaakt. Zolang de Verenigde Staten een tekort op haar lopende rekening blijft tolereren groeit de schuld verder en nemen (bij gelijkblijvende intrestvoeten) de intrestbetalingen aan het buitenland dramatisch toe. Hierdoor krijgt de betalingsbalans een eigen dynamiek: er wordt in het buitenland geleend om de schuldendienst aan het buitenland te verzekeren. Tevens impliceert deze toestand dat wanneer aangezuiverd, de VS geruime tijd een overschot op zijn toekomstige handelsbalans zal moeten hebben om de intrestbetalingen te financieren.

Analoge redeneringen kunnen worden gevoerd voor het Japanse surplus, dat door de inkomsten op investeringen in het buitenland slechts weinig zal dalen. Volgens schattingen van Morgan Guaranty Trust Company zullen de hogere dollarprijzen de Japanse exporten doen dalen, en zal de toegenomen binnenlandse vraag en de appreciatie van de Yen de importen doen stijgen, waardoor op een daling van het Japans handelsoverschot met 11 miljard dollar mag worden gerekend. Het surplus voor 1988 komt daardoor op 69 miljard dollar, maar door de toename der investeringsinkomsten zal de lopende rekening toch nog een overschot van 79 miljard dollar vertonen (Morgan Guaranty Trust CY., 1988).

Dergelijke aanhoudende onevenwichten maken de internationale geld- en kapitaalmarkt uitermate gevoelig voor wisselingen in de verwachtingen der beleggers. Verwijzen we hier naar plotse dalingen der aandelenkoersen in New York na de *crash* van oktober. Op 14 april 1988 bijvoorbeeld viel de Dow Jones met 4,8 procent (101,46 punten; de sterkste inzakkings sinds 8 januari) ingevolge de berichten dat de VS-handelsdeficiëtcijfers terug in stijgende lijn zouden gaan (januari 1988: \$ -12,4 miljard, februari \$ -13,8 miljard) (Financial Times, 15 april 1988).

De oorzaken van de onevenwichten zijn nog steeds terug te brengen tot structurele verschillen en verschillen in de gevoerde makro- economische politiek binnen de groep der grote industrielanden. Het instrument bij uitstek om de structurele verschillen te reduceren is voornamelijk de geleidelijke aanpassing van de wisselkoers, wat overigens de hervorming van het bestaande stelsel van zwevende wisselkoersen impliceert. Voor de verschillen in economische politiek is de remedie een degelijke coördinatie tussen de voornaamste industrielanden van een economische expansie. Beide kwesties

kunnen evenwel niet los van elkaar worden gezien. De keuze van het economisch beleid en van het wisselkoersbeleid is nauw verbonden.

Achtereenvolgens onderzoeken we de relatie tussen onevenwichten in de wereldeconomie en wisselkoersen, hoe sinds begin 1987 het internationaal wisselkoersregime is geëvolueerd, en tenslotte, hoe het staat met de kenmerken van het makro-economisch beleid in de Verenigde Staten, Japan en de BRD.

1. Diskordantie tussen de internationale onevenwichten en wisselkoersaanpassingen

Vòòr de val van de dollar werd door velen gedacht dat een depreciatie ten opzichte van de Duitse mark en de Yen snel zou leiden tot het rechttrekken van het hoge handelstekort van de Verenigde Staten en van de overeenkomstige overschotten van de BRD en Japan. Toch waren er ook enkele pessimistische noten. Op verschillende punten hebben de pessimisten gelijk gehaald.

Ronald MacKinnon bijvoorbeeld analyseerde reeds in 1981 de relatieve ongevoeligheid van het saldo op de lopende rekening van de VS voor dollardepreciaties (McKinnon, 1981). Makro-economisch geldt:

$$S - I = X - M \quad [1]$$

waarbij S de besparingen, I de investeringen, X de exporten en M de importen voorstellen. Dit betekent dat het binnenlands spaaroverschot gelijk is aan de netto-investeringen in het buitenland (vorderingen op buitenlanders). Deze gelijkheid kan worden uitgebreid door rekening te houden met de overheidsuitgaven en -inkomsten:

$$S = S_p + S_g \quad [2]$$

waarbij, S/p en S/g de private resp. overheidsbesparingen, en

$$S_g = T - G \quad [3]$$

met T de overheidsinkomsten en G de overheidsuitgaven. Hieruit volgt dat een verbetering van de handelsbalans moet gepaard gaan met een vergroting der private besparingen, of van de overheidsbesparingen, of een vermindering der binnenlandse investeringen.

Hoe zal een depreciatie uitvallen? De rechterkant van gelijkheid [1] zal door een depreciatie vergroten, maar om effectief op te treden moet ook de linkerzijde van [1] groter worden. Welnu, zegt McKinnon, hier bestaan diverse factoren die dit tegenwerken en met andere woorden beletten dat bij ongewijzigde parameters der reële economie en der economische politiek, een verbetering van de handelsbalans zou volgen op een wisselkoersdepreciatie. Een dergelijke depreciatie zal normaal via inflatie de reële waarde der rijkdombestanddelen aantasten en de binnenlandse besparingen stimuleren, aldus $S-I$ vergrotend. Door prijsstarheid zal de depreciatie evenwel slechts onvolkomen doorsijpelen in de prijzen en in de reële sfeer. Bovendien zal de

inflatie ook verdere inflatieverwachtingen genereren en aanzetten tot meer consumptie eerder dan besparingen. Het effect van een depreciatie op de private besparingen is dus onzeker. Ook wat betreft de overheidsbesparingen en de binnenlandse investeringen is het effect van een depreciatie onzeker. Door de inflatie zullen de overheidsinkomsten toenemen (niet-geïndexeerde belastingschalen), maar zullen ook de investeringen toenemen. McKinnon besluit dat voor open economieën de wisselkoers ongeschikt is om evenwicht tot stand te brengen tussen besparingen en investeringen.

Het standpunt dat een voldoende wisselkoersaanpassing van de dollar het Amerikaans handelsdeficiet zal wegwerken werd in 1985 ook door bijvoorbeeld Stephen Marris geamendeerd, waar hij stelt: de dollar moet al behoorlijk depreciëren om de verslechtering van de lopende rekening te stoppen ingevolge de bekende *J-kurve* effecten en het bestaan van zogenaamde *gap-factoren* (toegenomen inflatie die de prijsvoordelen der Amerikaanse exporteurs uithollen, meer binnenlandse productie leidt tot meer importen). Marris komt tot een bevestiging van de vuistregel dat een verlaging van de dollar-wisselkoers met 1 procent leidt tot een verbetering van de lopende rekening met 3 miljard dollar, zij het na een viertal jaar. Om het handelsbalansdeficiet weg te werken zou de dollar op het niveau van 1980 terug moeten keren (Marris, 1985). Probleem is, aldus Marris, dat de economische agenten op de wisselmarkten hoe langer hoe meer op zeer korte termijn denken en dat in de bovenvermelde vier jaar nog verder grote tekorten worden opgelopen, wat bij een belangrijke dollardepreciatie de beleggers grote wisself verliezen zal doen leiden en de financiële markten zal destabiliseren.

Dergelijke inzichten die de relatie tussen wisselkoersaanpassingen en verbetering van de lopende rekening sterk relativeren krijgen meer en meer belang, naarmate het duidelijker wordt dat de bestaande onevenwichten in de wereldeconomie te groot zijn opdat dergelijke aanpassingen ze zouden kunnen wegwerken.

In een recent GATT-rapport wordt erop gewezen dat landen die tussen 1985 en 1986 een depreciatie van de reële effectieve wisselkoers kenden (VS, Australië, Canada en anderen) een verbetering van hun exporten ervoeren die groter was dan de landen met een appreciërende reële effectieve wisselkoers (Japan bijvoorbeeld). Het probleem met de handelsoevenwichten is evenwel gelegen bij de importen waarvan de verandering in volume geen verband schijnt te hebben met de wisselkoersevolutie (IMF, 1988).

De onevenwichten tussen de voornaamste industrielanden weerspiegelen gedeeltelijk structurele verschillen. Deze structurele verschillen zijn terug te voeren tot consumptievoorkeuren en spaarneiging bij de bevolking (Japan versus de Verenigde Staten), evenals de graad van competitiviteit der produkten, zowel qua prijs als qua kwaliteit, en de structuur der productie (belang van hoogtechnologische produkten en dergelijke). Ook de inputstructuur beïnvloedt deze onevenwichten: wijzigingen in de internationale grondstof- en energieprijzen hebben een verschillend effect op Japan, Duitsland of de VS. Het zou hier te ver voeren al deze elementen in beschouwing

te nemen, temeer daar zij voldoende bekend zijn.

We moeten hier enige bezorgdheid tonen voor de toekomstige positie van Europa in globo. Het handelssaldo van Europa ten opzichte van de rest van de wereld is enkel gunstig geëvolueerd ingevolge een vermindering van het extern energie- en landbouwtekort. Gekumuleerd over de periode 1981-1985 blijkt dat het effect van de evolutie van prijzen en wisselkoersen zodanig is geweest dat de winst van de VS overeenstemt met het verlies van Europa (Brender en Kessler, 1987). Er is gebleken dat de bilaterale saldi van Japan minder gevoelig zijn voor pariteitswijzigingen, in tegenstelling tot de Europese. Ook wordt voorzien dat de depreciatie van de dollar de VS-exportpositie sterk zal verbeteren op de zogenaamde *derde markten* (Canada, Taiwan, Zuid-Korea en anderen), vooral ten nadele van Europa. Deze situatie impliceert dat bij een vermindering van het handelstekort van de VS, Europa het risico loopt de zone te worden waar deze aanpassing het hardst zal aankomen (Fouquin, Oliveira-Martins en Stemitsiotis, 1987).

2. Hervorming van het wisselkoersstelsel

Zelfs de meest notoire voorstanders van zwevende wisselkoersen erkennen vandaag dat zij leiden tot sterke fluktuaties in de reële wisselkoersen en dat de verwachtingen der marktdeelnemers dikwijls weinig rationele basis hebben (bijvoorbeeld Mussa en Frenkel, 1980 en Dornbusch, 1983 en 1987).

Volgens de berekeningen van John Williamson hebben vier van de vijf belangrijkste internationale munten grotere fluktuaties vertoond in de periode 1973-82 dan in de periode 1963-72 (Williamson, 1985, 17 e.v.). Tevens blijkt dat de schommelingen van de reële effectieve wisselkoersen zeer groot zijn geweest en alleszins de veranderingen in de competitiviteit ingevolge inflatieverschillen hebben versterkt, eerder dan afgezwakt.

Onder vaste wisselkoersen wordt de nationale monetaire politiek ondergeschikt gemaakt aan het handhaven van de afgesproken pariteiten. Bij zwevende wisselkoersen daarentegen is deze beperking weggefallen. De nationale autoriteiten streven dan dikwijls doelstellingen na die op internationaal niveau niet kunnen verzoend worden. Tevens is onder zwevende wisselkoersen de druk om te komen tot internationale koördinatie in de economische politiek zeer zwak.

Hierdoor ontstaan langdurige onevenwichten op de wisselmarkten, wat uitmond in diverse inefficiënties en instabiliteit. Langdurige onevenwichten op de wisselmarkten leiden vanuit een lange termijn standpunt tot verkeerde consumptie-, productie- en investeringsbeslissingen. Bovendien moet naderhand de verkeerde allokatie worden ongedaan gemaakt door herscholing van arbeid of nieuwe investeringen. Niet in het minst kan worden aangevoerd dat dergelijke *misalignments* de druk van protektionistische lobby's versterken (Williamson, 1985).

In 1983 stelde John Williamson voor de voornaamste munten *target zones*

van 20 procent in te stellen met *zachte* marges rond een evenwichtswisselkoers die zou worden aangepast aan differentiële inflatiecijfers en betalingsbalansonevenwichten (Williamson, 1985, 67 e.v.). In een voorstel van McKinnon uit 1984 wordt geopteerd voor een stabilisering der wisselkoersen van de dollar, de Yen en de Duitse mark in twee fasen. In een eerste fase zouden *soft target zones* worden ingevoerd van 10 procent, dat wil zeggen 5 procent boven en onder een berekend en overeengekomen evenwichtswisselkoersniveau, zonder formele verplichting om binnen de zone te blijven. In een tweede fase zouden dan nominale wisselkoersen worden afgesproken met engere harde marges (bijvoorbeeld 2 procent) (McKinnon, 1984, 69 e.v.).

In zijn voorstel om te komen tot een herstel van wisselkoersstabiliteit pleit McKinnon voor een groeionorm voor het wereldgeld, afgesproken tussen de VS, Japan en de Duitse Bondsrepubliek en gebaseerd op de *normale* (niet-inflatoire) groei van de geldhoeveelheid in deze landen. De werkelijke groei van de geldhoeveelheid in elk van de drie landen zou dan in eerste instantie zodanig moeten geschieden dat de wisselkoersen binnen de afgesproken band zouden blijven (McKinnon, 1984, 67 e.v. Zie in dit verband ook Dunn, 1983, 28).

De voorstellen voor *target zones*, of op zijn minst voor een internationaal gekoördineerde afzwakking van de wisselkoersbewegingen, hebben in toenemende mate aktualiteit gekregen door de beslissingen binnen de groep der zeven grootste industrielanden, om te komen tot een meer geordende wisselmarkt. Hoever staat het met de hervorming van het bestaande stelsel van zwevende wisselkoersen, en wat is de relatie met de evolutie der onevenwichten in de wereldeconomie?

Onder druk van de ongecontroleerde val van de dollar in 1985 en het verder groeiende handelstekort, stemden de Verenigde Staten in met het **Plaza-akkoord** (New York, september 1985) en nadien met het **Louvre-akkoord** (Parijs, februari 1987). Het Louvre-akkoord stelde het verminderen van de onevenwichten in de wereldeconomie als topprioriteit. Een versterkte koördinatie tussen de zes grootste industrielanden werd daarbij als voornaamste instrument gezien. (Hierop wordt teruggekomen in de volgende paragraaf).

In het Plaza-akkoord werd de gecontroleerde daling van de dollar als doel vooropgesteld. Met betrekking tot de wisselkoersen werd in het Louvre-akkoord echter overeengekomen dat de betrokken landen nauwer zouden samenwerken ter bevordering van de wisselkoersstabiliteit rond de toen optredende niveau's. Op informele manier werden geheimgehouden *referentiezones* ingesteld (niet bevestigde bronnen spraken in februari 1987 van 140-165 Yen/\$ en 1,70-1,90 DM/\$). In tegenstelling tot de voorstellen van bijvoorbeeld Williamson of McKinnon waren deze niet gebaseerd op *evenwichtspariteiten*, dat wil zeggen pariteiten die op langere termijn en korte termijn, spekulatieve kapitaalbewegingen verwaarlozend, overeenstemmen met een evenwichtige betalingsbalans.

Vele waarnemers zagen in de massale, gelijktijdige interventies der centrale banken op 25 maart 1987 de eerste demonstratie van het Louvre-akkoord. De vraag die zij zich evenwel stelden was of de dollar wel genoeg gedaald was en of de belofte van beleidscoördinatie effectief zou worden. Desalniettemin slaagden de overheden er blijkbaar in de wisselkoersen binnen de afgesproken grenzen te houden. De beurscrash van 19 oktober 1987 luidde evenwel het einde in van deze afspraken. Het was duidelijk dat de dollar verder moest dalen en tegen eind oktober gingen zowel de Yen als de DM door de ondergrens van 1,4 Yen respectievelijk 1,7 DM per dollar.

De meeste experts zijn het erover eens dat het Louvre-akkoord te snel de dollar heeft willen stabiliseren. Doordat de DM en de Yen niet werden toegelaten te appreciëren, geraakten deze valuta ondergewaardeerd en voedden inflatieverwachtingen in de betrokken landen. Deze gaven de overheden dan een mooi excuus om de economische expansiepolitieken af te zwakken en de bestaande handelsevenwichten aan te houden. In een studie van de Morgan Guaranty Trust Company wordt een vernietigend verdict over het Louvre-akkoord uitgesproken:

"Voorbarige stabilisering van de dollar heeft net zo'n tegengesteld effect op globale groei en aanpassing gehad als de 'harde landing crash' die door de stabilisatie-inspanningen voorkomen hadden moeten worden. (...) Alles bij elkaar is de Louvre-overeenkomst een recept voor wereldrecessie geworden." (Morgan Guaranty Trust Company, 1987, 2, 12).

Inmiddels heeft de beurscrash van oktober 1987 en de nasleep daarvan de taak van de monetaire autoriteiten sterk gekompliceerd. Enerzijds moeten zij klaar staan om nieuwe liquiditeiten in het financiële systeem in te spuiten, anderzijds moeten zij de markten overtuigen dat men niet zal toelaten dat een dergelijke operatie de inflatie zal aanwakkeren. Deze interne eisen laten minder ruimte voor wisselkoerskondideraties (zie in dit verband OCDE, 1987, xiii-xiv, wat bovendien wordt bevestigd door de later vrijgekomen cijfers over de groei van de geldhoeveelheid: OCDE, 1988). Hierdoor wordt de beweging in de richting van wisselkoersafspraken enigszins de wind uit de zeilen genomen. Of anderzijds de crash leidt tot een degelijke coördinatie van budgettaire en monetaire expansiepolitieken, onderzoeken we in de volgende paragraaf.

3. De gevoerde makro-ekonomische politieken en de onevenwichten

Boven zagen we dat wisselkoersaanpassingen niet volstaan om de bestaande onevenwichten tussen de voornaamste industrielanden weg te werken. Er moet ook, zoniet voornamelijk, ingegrepen worden via aanpassing der makro-ekonomische bestedingen, dat wil zeggen via te nemen opties inzake makro-ekonomisch beleid. Wat is daar het afgelopen jaar van terechtgekomen en wat zijn de perspectieven voor de nabije toekomst?

Het Louvre-akkoord van februari 1987 bracht voor de zes deelnemende landen een aantal engagementen met zich mee. De Verenigde Staten verbonden zich om het begrotingstekort terug te brengen van 3,9 procent van het BNP in 1987 (schatting van toen) tot 2,3 procent in 1988. Anderzijds nam Japan op zich om via budgettaire en monetaire politiek de binnenlandse vraag te stimuleren, en de Duitse Bondsrepubliek om de fiskale druk te verlichten door middel van een omvangrijke belastinghervorming en om de economische groei te ondersteunen door een geëigend monetair beleid.

Onderstaande tabel 2 toont het budgettekort in de VS, Japan en de BRD in procenten van het BNP over de jaren 1987-1989, alsook de verandering van dit percentage al dan niet gekorrigeerd voor autonome conjunktueffecten. Hieruit blijkt dat de VS in hun opzet geslaagd zijn, dat in 1987 ook Duitsland budgettair gestimuleerd heeft, maar dat Japan sterk gas heeft teruggenomen.

TABEL 2 *Financieringsbehoeften van de overheid in de VS, Japan en de BRD, 1987-1989*

	Effektief saldo in procent van het BNP	Variatie t.o.v. vorig jaar	Variatie gekor- rigeerd voor conjunctuur
Verenigde Staten			
1987	-2,4	+1,1	+0,9
1988	-2,3	+0,1	0
1989	-1,9	+0,4	+0,3

Japan			
1987	-0,2	+0,9	+0,7
1988	-0,3	-0,2	-0,5
1989	-0,2	+0,2	+0,2

Duitsland			
1987	-1,7	-0,5	-0,3
1988	-2,6	-0,9	-1,0
1989	-2,1	+0,5	+0,6

Bron: OCDE, 1988, 24-26.

Wat betreft 1988 zien we dat zowel Japan als Duitsland stimulerend hebben opgetreden. Over 1987 en 1988 evenwel heeft Duitsland bovenop de conjunktueffecten, een verhoging van het budgetdeficiet in procenten van het BNP met 1,4 procentpunten tot stand gebracht, daar waar Japan netto een verbetering (!) van zijn budgetsaldo met +0,2 procentpunten realiseerde. Voor 1989 voorziet de OESO een restriktief budgetbeleid zowel in Japan als in de BRD.

Hieruit blijkt genoegzaam het gebrek aan bereidheid binnen de voornaamste industrielanden om op een gekoördineerde wijze de onevenwichten in de wereld economie en de wereldkrisis te lijf te gaan. De redenen liggen voor de hand en hebben in laatste instantie te maken met de onwil om het overschot op de lopende rekening fundamenteel aan te pakken:

- Japan kent reële groeicijfers van 4-4,5 procent; budgettaire stimulering zal de inflatie aanwakkeren. Bijgevolg moet er van exportgelei-

de groei worden overgeschakeld op stimulering van de binnenlandse vraag, wat het verlaten van de gewenste en zekere strategie voor een ongewenste en onzekere strategie impliceert (in verband met het probleem der onzekerheid voor coördinatie verwijzen we naar Cuyvers, 1985, 61-62).

- Duitsland kent lage groeicijfers (in 1987: 1,7 procent), maar budgettaire stimulering leidt in 1988 tot een voorzienbare stijging van het budgettekort in verhouding tot het BNP boven dat van de VS. Naar Europese maatstaven is deze verhouding evenwel erg laag en in 1986 was deze verhouding in de Verenigde Staten nog 3,5 procent. Bovendien heeft de nodige monetaire politiek steeds voor problemen gezorgd ingevolge het inflatietrauma.

In de Verenigde Staten werd een belangrijke stap gezet naar het beheersen en verminderen van het begrotingstekort met de *Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act* van 1985, beter bekend als de *Gramm-Rudman-Hollings Act*. In deze wet werden *targets* met betrekking tot het begrotingsdeficit in de toekomst voorzien, benevens automatische bestedingsverminderingen telkens het werkelijke deficit 10 miljard dollar hoger zou komen te liggen. In 1987 werden de *targets* herzien.

Het Amerikaanse begrotingstekort is in de loop van 1987 gedaald. In oktober 1987 diende zich een deficit aan van 148 miljard dollar, wat minder was dan oorspronkelijk voorzien, en 76 miljard dollar minder deficit dan in 1986, een rekordjaar. De reden voor de daling is te zoeken in hogere dan voorziene meerinkomsten voortkomende uit de toepassing op de belastinghervormingswet. Deze meerinkomsten zijn evenwel slechts tijdelijk, zodat zonder tegenmaatregelen de Congressional Budget Office terug een stijging van het begrotingstekort voorzag in 1988 en 1989 (OCDE, 1987, 89-90).

Na de beurscrash werd er overeenstemming gevonden tussen het Amerikaans Congres en de Administratie, waaruit maatregelen kwamen die zouden leiden tot een vermindering van het begrotingstekort met 30 en 46 miljard dollar in 1988 respectievelijk 1989 (het zogenaamde *Bipartisan Budget Agreement* van november 1987). In februari 1988 heeft president Reagan in aansluiting hierop voorstellen gedaan voor het fiskale jaar 1989 (beginnend in oktober 1988), welke het begrotingstekort zouden terugbrengen tot 2,6 procent van het BNP.

Het voorstel van Reagan veronderstelde een daling van de groei van het reële BNP in 1988 tot 2,4 procent. Hierin is een eerder optimistische reactie der economische agenten op de crash ingekalkuleerd. De laatste OESO-voorspellingen geven een groeicijfer van 2,75 procent in 1988 en 2,5 procent in 1989, gekombineerd met een budgettekort van 164, respectievelijk 159 miljard dollar (OCDE, 1988). Echte krachtadige acties, zoals een belastingverhoging, zijn volgens de financiële markten pas mogelijk na de komende presidentsverkiezingen. Desalniettemin heeft het Amerikaanse begrotingskompromis de druk verlegd naar Japan en West-Duitsland om hun economieën te stimuleren.

In mei 1987 werden er in Japan budgettaire maatregelen voorgesteld om te

komen tot een stijging van de openbare investeringsuitgaven met 5 miljard Yen in het fiskale jaar 1987 (april 1987-maart 1988). Eind augustus 1987 werden dan de krachtlijnen van het begrotingsbeleid voor het fiskale jaar 1989-1990 gepubliceerd; deze voorzien in een nulgroei van de openbare investeringsuitgaven in 1988 (- 5 procent in de voorgaande vijf jaren). In globaal kan worden gesteld dat de openbare werken in 1988 op ongeveer het niveau van 1987 zullen blijven en dat het begrotingsbeleid neutraal is. Voor 1988 voorziet de OESO een begrotingstekort van 8,8 miljard yen (2,4 procent van het BNP), tegen 10,5 miljard Yen in 1987 (3,0 procent van het BNP). Ook inzake monetaire politiek moet van Japan weinig stimulus worden verwacht, doordat in het verleden de Bank van Japan relatief breed is geweest (ondersteuning van de groei, afremming van de appreciatie van de Yen) (Morgan Guaranty Trust Company, 1988).

De door Japan genomen maatregelen zijn natuurlijk op langere termijn onvoldoende om het Japanse extern overschot werkelijk aan te pakken. Dienengevolge voorziet de OESO voor 1989 een stabilisering van het Japanse handelsoverschot rond de 193 miljard dollar, en een daling van het overschot op de lopende rekening tot 80 miljard dollar (OCDE, 1988).

Met de economisch-politieke opties in West-Duitsland is het nauwelijks beter gesteld! De belofte van Minister Stoltenberg in het Louvre-akkoord om de geplande belastingsverminderingen hoger te laten uitvallen dan voorzien moest binnen de Bondregering nog worden onderhandeld, maar plaatste deze wel voor een dringende opgave. Reeds op 24 februari 1987 werd een akkoord bereikt voor een belastingsvermindering van 44,3 miljard DM, dat is meer dan 2 procent van het BNP. De meeste maatregelen zouden evenwel pas ingaan vanaf 1990 (Economist, 1987).

Voor 1987 becijferde de OESO dat het deficit van het geheel der overheidsadministratie, met inbegrip van de kassen voor sociale zekerheid, iets meer dan 1,7 procent van het BNP bedroeg. Van de zeven grootste industrielanden heeft West-Duitsland hiermee het kleinste overheidstekort (zie OCDE, 1987, 25, tabel 12), terwijl het Duitse batig saldo op de lopende rekening in 1988 liefst 3,2 procent van het BNP zal bedragen. Het in augustus 1987 voorgestelde federale overheidsbudget voor 1988 blijft bovendien praktisch konstant ten opzichte van het BNP. De OESO besloot hieruit dat de groei in de BRD tot het eind van dit decennium onder het potentiële groeicijfer dreigde te blijven, zodat bijkomende makro-economische maatregelen nodig waren (OCDE, 1987, xii). Op een erg ongebruikelijke manier distantieerde de Bondsrepubliek zich bij monde van haar OESO-vertegenwoordiger van het OESO-rapport in kwestie, nog voor de publikatie ervan. Tevens gaf Minister Stoltenberg als reactie op de OESO-projekties optimistischer schattingen van het Duitse groeicijfer voor 1988 (Financial Times, 23 december 1987).

In het laatste OESO-rapport over de economische vooruitzichten in de lidstaten wordt uiteindelijk voor 1988 toch een vergroting van het Duitse overheidsdeficit tot 2,6 procent van het BNP aangekondigd. Deze verslechtering is evenwel niet het gevolg van enige intentie tot stimulering. Zij vloeit vóórnamelijk voort uit een verminderde dividenduitkering aan de federale over-

heid vanwege de Bundesbank (ingevolge wisselverliezen bij de herwaardering der deviezenvoorraad) en een stijging van de voorziene betalingen aan de EEG. Zij zal geen of weinig effect uitoefenen op de binnenlandse vraag. Bovendien kondigde de Duitse overheid reeds in januari 1988 aan het overheidstekort in te perken door een verhoging van bepaalde accijnzen en een vermindering van subsidies.

Voor 1988 stelt de OESO een licht expansief budgetbeleid in de BRD in het vooruitzicht, gevolgd door een restriktief beleid in 1989. Mede hierdoor zal de Duitse handelsbalans zich volgend jaar rond de 72 miljard dollar stabiliseren en zal de lopende rekening maar lichtjes verslechteren (OCDE, 1988).

4. Konklusies

Uit bovenstaande schets zal genoegzaam blijken dat de onevenwichten in de wereldeconomie nog lang geen oplossing hebben gevonden. In tegenstelling tot de periode 1974-1981 situeren zij zich in het centrum, namelijk als deficieten of surplussen van enkele belangrijke industrielanden: de VS, Japan, de Duitse Bondsrepubliek. Zij vinden hun oorzaken in structurele verschillen zowel als in verschillen in economische politiek.

Wij hebben gezien dat van wisselkoersaanpassingen geen wonderen mogen worden verwacht; daarvoor zijn de onevenwichten te groot en te langdurig. De aanpassingen tussen de dollar, de Yen en de DM hebben weliswaar ingewerkt op de exporten, maar zijn niet in staat gebleken om de respectieve importen aan te pakken. De relatie tussen wisselkoersaanpassingen en saldo der lopende rekening is om diverse redenen onduidelijk en de *time-lags* te lang, om bij aanhoudende externe onevenwichten de stabiliteit van de financiële markten te garanderen. Ook krijgt voor landen als de VS en Japan de *post interesten uit investeringen in of van het buitenland* op de lopende rekening een eigen dynamiek.

De bijdrage van hervormingen van het wisselkoersstelsel tot stabiliteit is erg beperkt gebleven. Het Louvre-akkoord van februari 1987 streefde voor de dollar te snel wisselkoersstabiliteit na. De officiële referentiezones gingen uit van wisselkoersen die geen relatie vertoonden met de onderliggende fundamentele kenmerken en evoluties in de betrokken economieën. Geen wonder dat het wisselkoersakkoord voor de bijl ging na de beurscrash van oktober 1987. Doordat de spilkoers van de dollar te hoog was en die van de Yen en de DM te laag, werden overigens inflatieverwachtingen in Japan en de BRD aangewakkerd die de overheden aldaar ertoe aanzetten, misschien met ernst voorgenomen expansiepolitieken te herzien.

Sinds de beurscrisis is er grote nood aan een veiligheidsnet van voldoende liquiditeit voor de nationale financiële systemen. Hierdoor komen wisselkoersafspraken op de tweede plaats en komt het gewicht van de nodige te nemen maatregelen sterk te liggen op een grotere koördinatie van de economische politieken tussen de grote industrielanden.

In dit verband moet worden gekonstateerd dat de afspraken van het Louvre-akkoord met betrekking tot te nemen maatregelen van economische politiek nooit erg geloofwaardig zijn geweest. Pas na de beurscrash, op zijn beurt in gang gezet door toevallige factoren die de mogelijkheid van het nog langer in stand houden van het *tweeling deficiet* in de VS voor de beleggers en speculanten ongeloofwaardig maakte, hebben de Reagan Administratie en het Amerikaans Congres een kompromis gevonden om het begrotingstekort op halflange termijn te verminderen. Grondige aanpassingen moeten evenwel pas na de presidentsverkiezingen worden verwacht. Op zijn beurt zijn de stimulerende maatregelen van Japan onvoldoende om het Japanse externe surplus aan te pakken en voor de toekomst moet zelfs een overschot op de globale overheidsbegroting worden verwacht. In Duitsland boert de budgettaire en fiskale stimulering niet beter.

We staan blijkbaar niet erg ver in een internationale aanpak van de bestaande onevenwichten. De situatie is des te gevaarlijker nu de financiële markten sinds oktober 1987 sterk onderhevig zijn geworden aan slecht nieuws of prognostiekt tegenslag met betrekking tot de reële economische toestand. Een nieuwe *zwarte maandag* is in een dergelijke context niet uit te sluiten en komt dan bovenop de onzekerheid en recessiekrachten veroorzaakt door de eerste. De gevolgen zijn in dat geval niet te overzien!

Eén ding lijkt overduidelijk. Een grondige aanpak van de onevenwichten binnen de wereldeconomie door de G-3 biedt weinig soelaas. De wil tot coördinatie van de te voeren politieken is onvoldoende aanwezig, de rivaliteiten te groot. Bovendien blijkt het effect van een expansiebeleid in Japan en de BRD op de wereldeconomie veel te beperkt om de onevenwichten fundamenteel aan te pakken. Waarom dan niet deze strategie verlaten?

Diverse alternatieven zijn denkbaar. Zij zijn zeker niet realistischer dan coördinatie van economisch beleid binnen de G-3, maar wel krachtiger wat het voorzienbare resultaat betreft. Waarom bijvoorbeeld binnen Europa alleen Duitsland laten opdraaien voor de expansieve stimulans: waarom met andere woorden geen gekoördineerde expansie binnen de EEG? Of waarom geen stimulans van een belangrijke maar evenwichtige uitbreiding van de handel tussen de EEG en het COMECON? Of nog: waarom in een context van globale groei-stimulering in Noord en Zuid, zowel als in Oost en West, geen mondiaal *Marshall-plan* uitdokteren?

Literatuur

- Brender, A. en V. Kessler, 1987, Les échanges courants mondiaux: quinze années de turbulence, *Economie Prospective Internationale*, Nr.32, 4ième trimestre 1987.
- Cuyvers, L., 1985, De perspectieven voor een gekoördineerde expansie in Europa, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, nr.2, december 1985.
- Dornbusch, R., 1983, Flexible Exchange Rates and Interdependence, *IMF Staff Papers*, Vol.30, Nr.1, March 1983.

- Dornbusch, R., 1987, Exchange Rate Economics: 1986, *Economic Journal*, Vol., 197, March 1987.
- Dunn, R.M., 1983, The Many Disappointments of Flexible Exchange Rates, *Essays in International Finance*, Nr. 154, December 1983, Princeton, New Jersey: Princeton University, Department of Economics.
- Economist, The, 1987, Half promises, half fulfilled, *The Economist*, 28 February 1987.
- Fouquin, M., J. Oliveira-Martins et L. Stemitsiotis, 1987, Changements de parités et concurrence industrielle mondiale, *Economie Prospective Internationale*, Nr. 32, 4ième trimestre 1987.
- Frenkel, J. et M.L. Mussa, 1980, The Efficiency of the Foreign Exchange Market and Measures of Turbulence, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol.70, Nr.2.
- IMF, 1988, World Trade Volume grew strongly in 1987 ; Prospects for 1988 are bright, says GATT, *IMF Survey*, March 8, 1988.
- IMF, 1988b, U.S. Budget ... Proposals reflect Bipartisan Accord ; Deficit seen falling to 2.6 percent of GNP, *IMF Survey*, March 7, 1988.
- Marris, S., 1985, Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk, *Policy Analysis in International Economics*, Nr.14, December 1985.
- McKinnon, R.I., 1981, The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions, *Journal of Economic Literature*, Vol.XIX, June 1981.
- McKinnon, R.I., 1984, An International Standard for Monetary Stabilization, *Policy Analyses in International Economics*, Nr. 8, March 1984.
- Morgan Guaranty Trust CY., 1987, *Global Growth and Adjustment at Risk*, September/October 1987.
- Morgan Guaranty Trust CY., 1988, Is Japan adjusting enough?, *World Financial Markets*, 1988, Nr.1, March 18.
- OCDE, 1987, *Perspectives économiques*, Nr.42, décembre 1987.
- OCDE, 1988, *Perspectives économiques*, Nr.43, juin 1988.
- Williamson, J., 1985, *The Exchange Rate System*, Policy Analyses in International Economics, Nr.5., Washington D.C.: Institute for International Economics.