

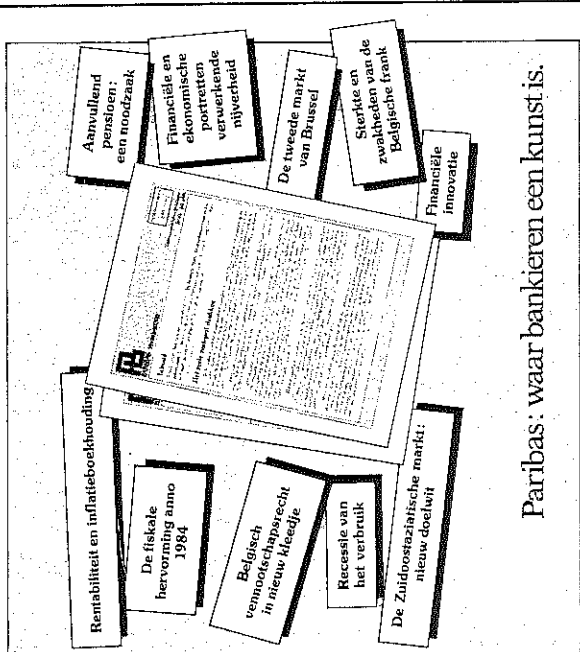
Ekonomische berichten

PARIBAS

Ekonomisch en financieel nieuws.
Recente marktontwikkelingen.
Verklarende achtergrondinformatie.
Beurs- en ondernemingsanalyses.
Dokumentatie en indexen vindt u in de
Ekonomische Berichten van
Paribas Bank België.

Een onmisbaar hulpmiddel voor alle
bedrijfsleiders, zelfstandigen, kaderleden,
bedienden, studenten en
onderwijsinstellingen... die gesteld zijn
op objectieve informatie.

Vraag vandaag nog uw proefnummer in
een Paribas-kantoor of aan de
Paribas-studiedienst:
Paribas Bank België W.T.C.,
Emile Jacquainlaan 162, bus 2,
1210 Brussel.
Tel.: 02/219.30.10, toestel 2555.



Paribas: waar bankieren een kunst is.

FORUM

DE MOEILIJKE DIALOOG TUSSEN DE VSA EN EUROPA Implicaties voor België

Luc WAUTERS

Luc Wauters is doctor in de Handels- en Financiële Wetenschappen (KU-Leuven) en Master of Science (Columbia University, New York). Hij is professor emeritus van de Universitaire Faculteiten Sint-Ignatius te Antwerpen en voorzitter van de Hoge Raad van de UFSIA. Hij is ook o.m. voorzitter van de Raad van Bestuur en van het Beleidscomité van Almanij NV, voorzitter van de Almanij-Kredietbank Groep, en bestuurder van de Kredietbank NV.

Economische samenwerking tussen de voornaamste industrielanden staat nu reeds ettelijke jaren op een laag pitje. De betrokken partijen waren aan het bekvechten over wie de eerste stap moet zetten naar de oplossing van het probleem der enorme onevenwichten op de handelsbalansen, in plaats van te zoeken naar een gezamenlijke aanpak.

Erger nog, de politieke en monetaire overheden van de grote landen vergenoegden er zich mee hun munten naar omlaag – eventueel naar omhoog – te praten, en hoog oplopende discussies te voeren over een 1/2% verlaging in de discontovoet ergens.

Of nu zulke monetaire bewegingen werkelijk veel kunnen uitrichten om de handelsonevenwichten te herstellen is iets dat weinig aan bod komt in de discussies. En toch is het dat wat centraal zou moeten staan: kan een daling in de wisselkoersen, zelfs al is zij uitermate groot, op zichzelf het deficit op de handelsbalans van een land dichtert? Of nog: is een daling van de discontovoet werkelijk van aard om een groeiproces in de economie op gang te brengen, of te versnellen?

Deze twee aangelegenheden worden vermeld omdat zij reeds enkele tijd een grote rol speelden in de discussies tussen de VSA en de Bondsrepubliek zonder dat die twee dichtert bij elkaar kwamen. De overige EG-lidstaten, die de facto in een DM-blok zitten en derhalve verplicht zijn hun economisch en financieel beleid op dat van de Duitse partner af te stemmen, waren onrechtstreeks in de botsing van visies betrokken, zodat kon gesproken worden van *een moeilijke dialoog* tussen de VSA en Europa, waarbij het zoeken naar een waarachtige duurzame oplossing voor de onevenwichten ondergeschikt wordt gemaakt aan harde politieke druk. Die druk wordt uitgeoefend niet zozeer om de oplossing te bespoedigen als wel om uit het proces van beïnvloeding maximaal voordeel voor zichzelf te halen.

De grote industriële landen zitten opgescheept met onhoudbaar hoge handelstekorten, respectievelijk overschotten – onhoudbaar in deze zin dat zij zowel de binnenlandse economische toestand van de betrokken landen eenzijdig forceren als het behoud van de vrije internationale handelsstromen in gevaar brengen.

In 1986 bedroeg het handelstekort van de VSA 170 miljard dollar – een record in absolute en relatieve orde van grootte – terwijl West-Duitsland en Japan overschotten boekten van resp. 60 en 85 miljard dollar, eveneens recordniveaus.

Indien zulke onevenwichten blijven bestaan – erger nog: toenemen – groeit het risico van ontredde in de wereldeconomie. Om alleen nog maar bij de Amerikaanse toestand te blijven: het voortdurend handelstekort leidt tot een verzwakking van de dollar, hernieuwd inflatiegevaar door duurdere invoerprijzen, met dan vrij vlug hogere interestvoeten en daardoor verzwakking van een economie die sterk rentegevoelig is. Recessie in de VSA zou zich ook in de rest van de wereld laten voelen.

Daarbij komt nog de last van het Amerikaanse budgetdeficit. Om hierin verbetering te brengen zijn restrictieve maatregelen – minder overheidsuitgaven, hogere belastingen dus minder beschikbaar inkomen – nodig. Om deflatie te vermijden zou de exportsector voor compensatie moeten kunnen zorgen, maar dit veronderstelt dat elders, d.w.z. in de surpluslan-

den, een resolute expansiepolitiek wordt gevoerd. Gebeurt dit niet, dan rest er niets anders – althans volgens niet te onderschatten drukkingsgroepen in de VSA – dan het gebruik van het protectionistische wapen, m.a.w. invoer buiten houden om binnenlandse afzet te stimuleren.

De tactiek van de Reagan-administratie is duidelijk: zij wil via dollardaling aan exportstimulering doen om protectionistische maatregelen te ontwijken. Maar zulke benadering heeft een haast fataal vervolg wanneer zij niet vlug tot merkelijke resultaten leidt, nl. dat de VSA verplicht is om de dollar nog verder te doen dalen, en wanneer dat al te gevaarlijk wordt, protectionisme willens nillens toe te passen.

Ik zeg niet dat het zó moet verlopen, tactiek kan zeker op het politieke domein gemakkelijk veranderen. Ik wil alleen wijzen op risico's voor de VSA en de rest van de wereld, en gelet op deze risico's aandringen op een gecoördineerde actie vanwege de grote landen om onevenwichten weg te werken door fundamentele maatregelen, in plaats van te spelen met monetaire of financiële factoren. En dan liefst zo vlug mogelijk, om te vermijden dat er eerst een zeer ernstige breuk in het handels-, betalings- en kapitaalverkeer moet komen die dan de grote industriële landen ertoe dwingt tot een onderlinge afstemming van hun nationale politieken te komen.

Wat wordt bedoeld als men spreekt van fundamentele maatregelen? Onevenwichten in de handelsstromen kunnen weggewerkt worden via drie hoofdvormen van tussenkomsten, afzonderlijk of in combinatie:

- (a) aanpassing van wisselkoersen,
- (b) groeistimulering van de interne vraag in de surpluslanden,
- (c) en maatregelen tot afremmen van de interne vraag in deficitlanden.

De keuze van de maatregelen, of van de combinatie van maatregelen, hangt af van de aard der onevenwichten en van hun oorzaken.

Wat mag verwacht worden van wisselkoerswijzigingen?

Op hun samenkomst in het New Yorkse Plaza Hotel in september 1985 kwamen de leiders van de grote industriële landen tot een akkoord over de noodzakelijkheid van een koersdaling van de dollar om tot een vermindering van onevenwichten op de handelsbalansen te komen. Zulke depreciatie was reeds begonnen in februari 1985 en zette zich nog sterker door na de Plaza-meeting, eerst als gevolg van gecoördineerde interventies op de wisselmarkten vanwege de centrale banken, daarna in toenemende mate door psychologische beïnvloeding van de markt door allerlei verklaringen vanwege Amerikaanse overheidspersonen. Tijdens de 2 jaar die

sindsdien verlopen zijn, is de dollar met 48% gedaald tegenover de DM en met 42% tegenover de yen. Terloops merken we op dat de koers van de yen tegenover de DM, niettegenstaande het groeiende tekort van de EG in de handel met Japan, lichtelijk verzwakte.

Wat zien we: het tekort op de VS-handelsbalans, alsmede de surplussen van West-Duitsland en Japan zijn niet verminderd, wel integendeel. Hoe komt het dan dat een diepe dollardaling geen effect sorteerde? In het antwoord op die vraag ligt de verklaring van zowel de monetaire verwarring als het politieke pokerspel tussen de economische supermachten. De eerste reden voor het uitblijven van evenwichtsherstel ligt in het bekende feit dat een muntdepreciatie onmiddellijk een verslechtering van de ruiltermen veroorzaakt, terwijl er daarentegen tijd nodig is vooraleer het volume van exporten en importen beïnvloed wordt. De progressieve dollardaling heeft dus steeds sterker op de ruiltermen gedrukt, met nadelige gevolgen voor de VS-handelsbalans.

Een tweede reden is dat de dollardaling hoegenaamd niet algemeen was: de handelsgewogen koers van de dollar is met 27% * gedaald, dus merklijk minder dan de beweging t.o.v. de DM en de yen. De Canadese dollar, de Australische en Nieuwzeelandse dollar, het pond sterling en de munten van Zuidoost-Azië hebben de dollarval ofwel gevolgd, ofwel zelfs overtroffen. Het gevolg is dat deze economieën hun competitiviteit hebben opgevoerd, niet alleen t.o.v. West-Duitsland en Japan, maar ook ten nadele van Amerikaanse exporten. Volledigheidshalve wijzen we ook op de gedaalde vraag naar Amerikaanse landbouwproducten, alsmede op de verminderende exporten naar de ontwikkelingslanden met schuldenproblemen, vooral in Midden- en Latijns-Amerika.

De voornaamste reden voor het uitblijven van evenwichtsherstel in de Amerikaanse handelsbalans ligt m.i. in het gebrekkig verloop van de internationale monetaire relaties. Het stelsel van vlottende wisselkoersen heeft niet alleen geleid tot zeer sterke korte-termijnfluctuaties maar ook – en dat is veel belangrijker – tot lange periodes van over- of onderwaardering van de voornaamste munten. Zulke langdurige afwijkingen hebben ernstige gevolgen voor een economie. Inderdaad, zij leiden tot investeringsbeslissingen die gebaseerd zijn op muntoverwegingen en niet op marktbehoeften. Zo zullen zij, naargelang van het geval, ofwel de productie voor de binnenlandse markt dan wel de productiecapaciteit voor export abnormaal sterk doen aangroeien.

* Februari 1985 – december 1986 (NBB).

Enkele gegevens ter illustratie. VS-exporten stegen in 1986 in volume met 2,5 à 3%, wat teleurstellend is gelet op de daling van de dollar en op de toename van de wereldhandel met 4%. De verhouding van export tot BNP in de VSA, die van 1970 tot 1980 gestegen was van 7% tot 13%, verminderde in 1986 opnieuw tot 9%. Dit wijst er op dat het VS-exportpotentieel recentelijk teruggelopen is. De oorzaken liggen in het bedrijfsbeleid. Gedurende de periode van een overgewaardeerde dollar, 1981-1985, hebben VS-ondernemingen hun op vreemde markten gerichte activiteit verminderd en hun productie voor binnenlandse afzet opgevoerd; zo iets werkt jarenlang na.

Daarbij komt nog dat Amerikaanse exporteurs weinig moeite doen om in moeilijke omstandigheden hun buitenlands marktaandeel te verdedigen. De VS-economie is betrekkelijk gesloten van aard, zodat ondernemingen, wanneer hun internationale competitiviteit afneemt, kunnen terugvallen op de reusachtige binnenlandse markt.

De zaken liggen helemaal anders voor Europese (of Japanse) ondernemingen. Voor vele onder hen is exporteren een kwestie van leven of dood. Met het gevolg dat zij, als hun concurrentievermogen achteruitgaat, niettemin trachten hun exportvolume te behouden, zelfs ten nadele van rendabiliteit. Deze asymmetrische reactie op de invloed van vlottende wisselkoersen bij de VSA eensdeels en Europa (en Japan) anderdeels, is naar mijn opinie een der voornaamste redenen voor het aanzienlijke tijdsverschil tussen de val van de dollar en de vermindering van het Amerikaans handelstekort. De VS-ondernemingen zullen zich opnieuw op export moeten instellen, en dat zal nog een zekere tijd vergen. Het feit dat sommige onder hen productie uit hun buitenlandse filialen opnieuw naar fabrieken in de VSA halen zal dit probleem niet oplossen.

Welke lessen moeten hieruit gehaald worden?

Eerst en vooral dit: *wisselkoersen opwaarts of neerwaarts praten is niet alleen zinloos*, maar bovendien gevaarlijk omdat de gevolgen ervan oncontroleerbaar zijn. Het voedt de speculatie, en kan misleidend inwerken op de beslissingen van investeerders en beleggers. Er wordt vaak gezegd dat geld te kostbaar is om het in handen van politici te geven. Ik voeg er aan toe dat politici wisselkoersen niet mogen gebruiken voor politieke druk, omdat deze koersen te belangrijk zijn voor het vastleggen van de juiste verhoudingen tussen marktpartijen in internationale handel en financiering.

De tweede les is dat wisselkoersen alléén niet kunnen zorgen voor voldoende evenwichtsherstel. Daar zijn meer fundamentele maatregelen voor nodig.

Nopens de aard van deze maatregelen is er opnieuw meningsverschil tussen West-Duitsland (en Japan) en de VSA. De Duitse stelling kan als volgt samengevat worden: dat de Amerikanen eerst hun eigen huis in orde brengen, d.w.z. hun begrotingstekort inkrimpen, want zij, de Duitsers, hebben reeds genoeg gedaan vermits de toename van de interne vraag het groeiritme van het BNP al overtreft. De Amerikanen daarentegen vragen dat West-Duitsland en Japan bijkomende monetaire en fiscale stimuli zouden toepassen en aldus de rol van locomotief in de wereldeconomie zouden spelen. De VS-administratie vreest immers dat een restrictieve budgettaire politiek in de VSA hun economie, en daarna de wereldeconomie, in recessie zou storten als er geen compensatie komt van een reflatoire politiek bij hun voornaamste handelspartners.

Zonder partij te kiezen in het debat wil ik er toch op wijzen dat, hoewel expansie op een reusachtige markt zoals de Amerikaanse sterk stimulerend is voor hun handelspartners, zoals bewezen in het verleden, daarentegen *de locomotiefunctie* uitgeoefend door merkelijk kleinere economieën, zoals de Duitse, slechts een beperkte aanzuiging uitoefent op de Amerikaanse export, maar veel meer op de economie van de EG-partners.

Wat kan de Duitse overheid inzake stimulering nog doen? Op monetair gebied lijkt er na de recente discontoverlaging van 0,5% weinig of geen manoeuvreerruimte meer te zijn. De Bondsrepubliek volgt een gezond beleid door de groei van de geldhoeveelheid binnen de gestelde marges te houden. Zulks in tegenstelling tot de VSA, waar de FED nu een eerder expansieve geldpolitiek volgt, minder aandacht geeft aan kwantitatieve limieten en daardoor wellicht reeds de voedingsbodem heeft klaargemaakt voor een nieuwe inflatiegolf in de jaren negentig.

Inzake fiscale stimuli in West-Duitsland is mijn oordeel genuanceerder. Gelet op de negatieve inflatie in 1986, het vooruitzicht op maximum 0,5% inflatie in 1987, en het zeer kleine begrotingstekort, lijkt er inderdaad ruimte te zijn voor vervroeging van de reeds voor 1988 voorziene belastingverlaging. Te meer daar de laatste vooruitzichten op economische groei beneden 2,5% liggen. Er moet echter aan toegevoegd worden dat zulke stimulering met mate en omzichtigheid dient te geschieden. Het privé-verbruik in West-Duitsland wordt reeds aangewakkerd door de toename in reële lonen van 4 à 5%; de importen nemen nog steeds toe naar rata van nagenoeg 6%. De capaciteitsbenutting in de industrie

ligt nu reeds hoger dan het niveau van de vorige hoogconjunctuur, en ook de arbeidsmarkt vertoont tekenen van spanning. Te sterke fiscale stimulering brengt in zulke omstandigheden het gevaar van hernemende inflatie met zich mee.

Onze Duitse bureaus hebben nog steeds een slechte herinnering aan de periode 1978-1979, toen zij, eveneens onder internationale druk, een locomotiefrol aanvaardden en een expansieve budgettaire politiek voerden. De resultaten lieten niet lang op zich wachten: de inflatiegraad nam toe, het begrotingstekort steeg en het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans verdween als sneeuw voor de zon.

Het zou al heel wat zijn als de Bondsrepubliek het groeiritme van haar economie gematigd kon opvoeren tot bv. 3%, daarbij via de aanzienlijke handel binnen de EG haar partners meetrekkend in de groei. Een gezamenlijke EG-expansie zou natuurlijk op de buitenwereld, en dus op de VS, een groter positief effect hebben.

Omwille van de beperktheid van de locomotiefunctie kan het wegwerken van internationale handelsonevenwichten slechts traag en geleidelijk gebeuren. Een andere reden voor een stapsgewijze aanpak is de enorme omvang van het tekort op de lopende rekening van de VSA, dat 43% van de gezamenlijke exportsom bedraagt. Indien de VSA er alléén voor moesten instaan om door maatregelen thuis het evenwicht te herstellen in – laten we zeggen – drie jaar, dan zou gedurende die korte periode het jaarlijks percentage van verandering in de Amerikaanse import 11% lager moeten liggen dan het overeenkomende veranderingspercentage van hun export. Zulks zou de VSA onder een zulkdanige deflatie brengen dat een recessie onvermijdelijk wordt. Voor de wereldeconomie zou dit eveneens nefast zijn.

Een matige stimulering in West-Duitsland en Japan, wat het eerste land betreft in de vorm van belastingverlaging, is derhalve van groot belang voor het evenwichtsherstel in de wereldhandel en voor het behoud van het welvaartspeil, vermits ze de deprimerende effecten van het terugdringen van het Amerikaanse begrotingstekort zou kunnen neutraliseren.

De Belgische betrokkenheid

In de context van de voorafgaande analyse kan gezegd worden dat België als het ware gekneld zit tussen de daling van de dollar eensdeels en de gevolgen van de Duitse economische politiek anderdeels.

De val van de dollar heeft voor ons een rechtstreeks en een onrechtstreeks gevolg.

Rechtstreeks doordat 20% van onze uitvoer gaat naar de VSA (5%) en naar de landen waarvan de munten geheel of gedeeltelijk de dollardepreciatie hebben gevolgd. Volgens de cijfers van de Nationale Bank van België is de Belgische frank sedert februari 1985 handelsgewogen met 14% in waarde gestegen. Zulks bemoeilijkt onze export, vooral in sectoren zoals de diamantnijverheid, de staalindustrie, de tapijtweverij en een aantal takken van de voedingsnijverheid.

Onrechtstreeks omdat de daling van de dollar de verhoudingen binnen het EMS beïnvloedt. Dit heeft geleid tot de herschikkingen van 6 april 1986 en 11 januari 1987, waarbij de spilkoers van de BEF weliswaar licht verzwakte tegenover de DM en de gulden, maar steeg tegenover alle andere munten van het Systeem. Dat niettemin het saldo op onze handelsbalans nog sterker positief kon worden, is te danken aan de verbetering van de ruilvoeten, zelf in grote mate het gevolg van de in BEF sterk gedaalde prijzen van de ingevoerde energieproducten en grondstoffen. Een verdere daling van de dollar zou echter meer schade dan baat brengen.

De tweede factor van externe beïnvloeding heeft te maken met de aanpassingen die België moest doen in het kader van de voortschrijdende convergentie inzake economisch beleid en economische prestaties in de EG. Wij hebben ons moeten spiegelen aan de Duitse indicaties, en inzake inflatie konden wij reeds een merkelijke daling noteren, mede dank zij een restrictief beleid en inkomensmatiging. Groeistimulering moest dus bij lome consumptie en export, en bij begrenzing van de overheidsuitgaven, vooral komen van de investeringen. Maar deze werden dan weer gehinderd, eensdeels door aarzeling ten aanzien van de verkoopvooruitzichten, maar vooral door onvoldoende daling van de rentevoeten – dit laatste onder invloed van het hoge tekort de overheidsbegroting.

Het feit dat wij ons als zwakkere economie moesten oriënteren op de leider in het EMS, wat in feite een DM-blok is, heeft onze mogelijkheden beknot om de tekortkomingen in onze economische structuur te herstellen en/of aan groeistimulering te doen.

De recente verzwakking van de economische groei in West-Duitsland is ook voor ons een tegenslag omwille van de dempende weerslag op onze export naar onze grootste markt, de Bondsrepubliek.

Wat meer symmetrie in het streven naar convergentie zou voor België goed aankomen. In feite moeten wij dus onze stem voegen bij die van de Amerikanen om – zij het om andere redenen – aan West-Duitsland groeistimulering te vragen. Wanneer de BRD haar binnenlandse vraag bv. met 1% zou aanzwengelen, betekent dit ongeveer 0,5% meer reële BNP-groei in België.

Wat is er nodig om uit het slop te geraken?

Het is dringend nodig de aandacht te vestigen op de verschillende evoluties tussen enerzijds de internationale financiële markten, waar er een opmerkelijke operationele integratie aan de gang is, en anderzijds de internationale markten van goederen en diensten, waarop het volume stagneert en waar opnieuw beschermende, beperkende en zelfs direct protectionistische maatregelen opduiken. Daarbij komt nog dat er overheden zijn die door een geforceerd gebruik (of misbruik) van monetaire factoren, zoals wisselkoersen en interestvoeten, op de marktverhoudingen willen inwerken teneinde de kwalijke gevolgen van hun binnenlandse politieken op de positie t.o.v. de buitenwereld te herstellen.

Zulke slechte gevolgen, zoals de grote onevenwichten op de handelsbalansen, kunnen niet geïsoleerd worden van binnenlandse politieken. Anders gezegd, die onevenwichten kunnen niet weggewerkt worden zonder in te werken op het binnenlands beleid.

Wat die inwerking zelf betreft moeten drie belangrijke opmerkingen gemaakt worden:

- 1° Er is geen vlugge genezing, er is tijd nodig om de scheefgegroeide toestand recht te trekken en de beste manier om als het ware tijd te «kopen» is het manifesteren van sterk en verlicht leiderschap.
- 2° Evenwichtsherstel is tweeledig, d.w.z. dat niet alleen debiteurlanden maar ook surpluslanden hun binnenlandse politiek moeten aanpassen.
- 3° De inwerking heeft de meeste kansen op succes wanneer de landen met zware handelsonevenwichten, in plaats van afzonderlijk maatregelen te nemen, tot samenwerking komen. Zij zijn immers partners in handel en kapitaalverkeer, geen vijanden. Zij hebben elkaar nodig om het systeem van vrijhandel volkomen te laten werken, waarbij comparatieve voordelen heen en weer kunnen bewegen door normale marktfactoren, en niet door geforceerde tussenkomst.

Wat nu de specifieke aanpak betreft wil ik mij hier beperken tot grote categorieën van maatregelen. En indien ik hier punten vermeld die recent in de actualiteit zijn gekomen door de Parijse ontmoeting, en die u dus als reeds bekend zou beschouwen, gelieve er dan mee rekening te houden dat mijn tekst in januari werd geschreven, toen het er nog maar duister uitzag.

1. Hoewel het een onderwerp op zichzelf is mag ook hier wel vooropgesteld worden dat de zogenaamde «*unfair trade practices*», open of verdoken, tarifaire of niet-tarifaire handelsbelemmeringen, uit den boze zijn en derhalve *dienen bestreden te worden*. Maar dan niet door eenzijdige bedreiging, noch door retaliatie, maar wel door onderhandeling met aan beide kanten van de tafel de bereidheid om correctieve maatregelen te nemen.

Om de verbinding met het thema van deze toespraak te maken wil ik duidelijk stellen dat het offensief gebruik van wisselkoersdepreciatie voor het verwerven of versterken van marktposities, eveneens een vervalsing van de mededinging is, en dus kan gerangschikt worden onder «*unfair trade practices*». Vlottende wisselkoersen lenen zich gemakkelijk tot dergelijk misbruik.

Het komt me echter voor dat exportpromotie gebaseerd op wisselkoersvoordeel en niet op kwaliteit, geen lang leven kan hebben. Inderdaad, als de muntdepreciatie niet samengaat met restrictieve nationale politieken, zal in het exportland inflatoire druk ontstaan die de binnenlandse prijzen doet stijgen, wat dan opnieuw de internationale concurrentiepositie ondermijnt.

2. De eerste echte stap op de weg naar herstel is de terugkeer van *het geloof in de mogelijkheid om tot trage maar gestadige evenwichtsverbetering te komen onder betrekkelijk stabiele wisselkoersen*.

Die terugkeer is dan een kwestie van vertrouwen in een duidelijk gemanifesteerde wil van de dominerende landen om tot coördinatie van politieken te komen.

Zulks vereist eerst dat de hiervoor vermelde verschillen in economische basisfilosofie zouden overbrugd worden, en dat de voorstanders van krachtige groei enerzijds, en de bewakers van monetaire stabiliteit anderzijds, hun visie zouden bijstellen, of alvast matigen, en zouden afzien van maatregelen die overdreven agressief, respectievelijk onnodig restrictief zijn.

Het is dan bovendien nodig dat de afzonderlijke overheden bij de verdere beleidsvoering *objectieve indicatoren* van al of niet afwijking

t.o.v. een evenwichtig wereldverkeer in acht nemen op gebieden zoals de evolutie van het BNP, de componenten van het nationaal inkomen, de stand van de begroting, de bestanddelen van de betalingsbalans, de inflatiegraad, het geldvolume, de rentestand e.d.m.

Ingeval er zich op deze domeinen uitgesproken bewegingen voordoen die grote onevenwichten veroorzaken in de handelsbalans, en de wisselkoers onder druk zetten, zouden de overheden van de betrokken landen tijdig corrigerende maatregelen moeten nemen. Nationalisme in de economische politiek is een flagrante miskenning van de onderlinge afhankelijkheid in de westerse wereld. In plaats van zich af te zonderen moeten de betrokken landen doorlopend overleg plegen over evoluties en maatregelen waarvan de gevolgen de grenzen overschrijden.

3. Er bestaat heel wat scepticisme nopens de mogelijkheden om door internationaal overleg en gecoördineerde interventies van de centrale banken, wisselvallige bewegingen in de wisselkoersen tegen te gaan. Daarbij wordt verwezen naar de vaststelling dat tegenwoordig het overgrote deel van de omzet op de forex-markten – men schat 85% – afkomstig is van kapitaalbewegingen, vooral op korte maar ook op lange termijn, en dat de betalingen van het goederen- en dienstenverkeer dus een kleine minderheid van de operaties uitmaken. Massale onevenwichten op de externe rekeningen van de voornaamste landen hebben reusachtige sommen aan internationale liquiditeit doen ontstaan die zich vrij kunnen bewegen. Nieuwe markten zoals futures, opties, swaps hebben de mogelijkheden om te anticiperen op koersbewegingen veelelvoudigd. Volume en snelheid van internationale financiële transacties worden bovendien gestimuleerd door hypermoderne communicatiemiddelen en verfijnde computerprogramma's.

Het is een «*understatement*» te zeggen dat hierin heel wat mogelijkheden liggen voor *speculatieve bewegingen in het geld- en kapitaalverkeer*, hetzij om bewust koerswinsten te realiseren, hetzij defensief om verder koersverlies te ontlopen.

Wanneer derhalve in de politieke discussies geschermd wordt met het argument dat inzake wisselkoersen het spel van vraag en aanbod moet overheersen, zou ook duidelijk moeten gezegd worden of dit impliceert dat aan de speculatie vrij spel moet gelaten worden.

M.i. mag er geen fatale berusting zijn tegenover wisselvallige koersbewegingen. Indien zij het gezamenlijk willen zijn de monetaire overheden in staat om de overheersende één-richting-anticipatie, die de grote

speculatie voedt, te doorbreken, en om korte-termijnfluctuaties te vertragen en te verkleinen tot marges die weinig of geen winst laten t.o.v. de kosten van posities en het risico.

Wat ik bedoel is niet dat er een reglementering moet komen, maar wel dat de grote mogendheden door een op stabiliteit gericht wisselkoersbeleid de verwachtingen van koersschommelingen zouden afkoelelen, en aan de professionelen in de forex-markt opnieuw de mogelijkheid zouden bieden om posities af te dekken of te neutraliseren.

Zulk beleid is slechts in bijkomende orde een kwestie van interventie; het moet allereerst gericht zijn op het vestigen van vertrouwen in de kracht van de respectieve economieën, in de doelmatigheid van de gevolgde politieken, en in de oprechtheid van het internationaal overleg.

4. In het zoeken naar wegen en middelen om de dialoog tussen de grote landen te verbeteren staat volgens mij *het inkrimpen van de wisselkoersschommelingen* als praktische doelstelling vooraan. Dit is niet alleen nodig voor het goederen- en dienstenverkeer maar ook, en nog veel meer, voor de «echte» kapitaalbewegingen op lange termijn. Vrije kapitaalbewegingen hebben normaal een stabiliserende invloed wanneer zij aangedreven worden door de eigen *merits* als investering of belegging, en niet door wisselkoersschommelingen.

De terugkeer tot enig systeem van vaste wisselkoersen is in de huidige omstandigheden totaal onmogelijk, maar ook niet absoluut nodig. Het invoeren en consequent verdedigen van zogenaamde «referentiezones» – d.w.z. bovenste en onderste grenzen voor de dollar, de DM en de yen, met interventies «à la EMS» – zou reeds een eerste belangrijke stap zijn naar de inkrimping van de wisselkoersschommelingen.

Zulk mechanisme zou vroege waarschuwingssignalen geven, die de regeringen aan beide zijden attent maken op de noodzaak van beleidswijzigingen. De regeringen moeten dus bereid zijn om hun fundamentele economische beleidsvormen te wijzigen als hun valuta's uit de band springen. In de huidige context zou zulks betekenen dat de VSA niet alleen in de wisselmarkt zouden interveniëren ter ondersteuning van de dollar, maar ook dat zij zich meer inspanningen zouden getroosten om hun begrotingstekort te verkleinen. Het zou echter ook moeten meebrengen dat West-Duitsland en Japan hun economieën reëel stimuleren, en een verkleining van het handelssurplus aanvaardden om de VSA toe te laten hun handelstekort op een andere manier dan via dollardaling aan te pakken.

Referentiezones zijn niet meer en niet minder dan politieke intenties, vandaar dat zij aanleiding geven tot scepticisme nopens de praktische haalbaarheid en tot twijfels aangaande de dosering van de tweeledigheid.

Het is inderdaad, zeker in het begin, een kwestie van tasten en zoeken, en aldus lossers dan het andere voorstel, nl. de «streefzones» (target zones), waarbij de regeringen zouden gedwongen worden hun beleid te wijzigen om de wisselkoersen in de hand te houden. Dit laatste is momenteel ook niet haalbaar maar het zou zeker meer kans hebben om de verwachtingen op de wisselmarkten te beïnvloeden.

5. Stappen in de richting van minder chaos in de internationale monetaire verhoudingen zijn zeer belangrijk voor *de toekomst van het EMS*, op voorwaarde dat in het systeem terzelfder tijd versterkende maatregelen worden getroffen.

Er is eerst en vooral het voordeel dat er minder dreiging zou uitgaan van wilde dollarfluctuaties. Het EMS is geen geïsoleerd mechanisme, het is onderhevig aan beïnvloeding van buitenaf. Zo zal, als de dollar daalt, de DM stijgen tegenover de andere Europese munten. De redenen hiervoor zijn duidelijk: de DM is een reservemunt, de Bondsrepubliek heeft lage of geen inflatie, heeft vrij kapitaalverkeer, en haar financiële markten zijn goed uitgerust.

Doordat de andere EMS-munten de DM niet steeds of niet volledig kunnen volgen, zijn van tijd tot tijd pariteitsaanpassingen nodig. In feite is dit niet zo erg; als het telkens matig en soepel gebeurt mogen dergelijke herschikkingen inderdaad gedramatiseerd worden.

Maar het bestaan van een *de facto* DM-blok heeft een diepere invloed op het domein van de economische politiek der lidstaten. Het verplicht hen zich eenzijdig te richten op het uiterst voorzichtige Duitse beleid. Vermits er bij verscheidene onder hen nog zwakke punten zijn in de economische structuur, die omwille van het EMS-lidmaatschap prioritair moeten aangepakt worden, kunnen zij slechts een zeer matige, in feite onvoldoende, economische groei bereiken.

Het zou haar EG-partners, waaronder België, sterk ten goede komen als er van de Bondsrepubliek een grotere groeistimulering uitging. Daardoor zou trouwens aan de afwijkingsindicator van het EMS, die zowat op de achtergrond is geraakt, een uitwerking in twee richtingen gegeven worden: de zwakkere partners saneren, de sterke stimuleert.

Groeistimulering binnen de EG vanwege West-Duitsland zou zonder twijfel de dialoog met de VSA ten goede komen. Men kan zelfs verder gaan en zich afvragen of het niet beter zou zijn dat de EG als geheel in een eventueel mechanisme van referentiezones betrokken werd.

Een eerste vereiste daartoe is zeker de versterking van het EMS als systeem. De door de Franse Minister van Financiën recent ter tafel gelegde voorstellen verdienen ook in de context van ons thema bijzondere aandacht. Verdere vrijmaking van het inter-Europees kapitaalverkeer, integratie van de financiële markten, toetreding van het pond sterling en van de peseta tot het EMS, verdere convergentie van de economische indicatoren e.d.m. zouden Europa een plaats kunnen geven in het overleg met de VSA en Japan. Het gewicht van de eventuele aanpassing van economische politieken zou niet alleen op Duitse schouders rusten, maar het zou kunnen gespreid worden over de EG als een geheel.

Aan diegenen onder u die zulks als utopisch beschouwen breng ik een passus uit het jongste jaarverslag van de Nationale Bank in herinnering:

«Wanneer sterke en zwakkere landen (van de EG) er niet in zouden slagen voldoende overeenstemming te bereiken over de keuze van gemeenschappelijke doelstellingen, samen maatregelen te treffen om de oorzaken van verstoring van kapitaalverkeer te verzwakken, ... en als bovendien geen billijke verdeling kan worden tot stand gebracht van de inspanningen die nodig zijn om de stabiliteit te handhaven en de correcties aan te brengen, ... dan valt te vrezen dat het plan (tot verdere integratie) mislukken zal. Dan zou niet kunnen worden vastgesteld dat vooruitgang werd tot stand gebracht op het vlak van de eenmaking, maar, integendeel, weldra een akte van ontbinding moet worden opgemaakt». (p. XLV).

Er is nog een andere factor die de Europese integratie zou beïnvloeden. Indien het mechanisme van de referentiezones – en a fortiori dat van de doelzones – ooit werkelijk van de grond zou komen, dan slaat voor het EMS het uur van de waarheid. Ofwel wordt de DM *de facto* de gemeenschappelijke munt, en bepaalt West-Duitsland de economische politiek van de andere lidstaten met of zonder EG, ofwel komt het tot een evenwichtige convergentie van de economische politiek, en dan is het de ECU die het Europese referentiepunt zal worden.

6. Het laatste punt in mijn stapsgewijze benadering betreft *het IMF*. De afwezigheid van het Fonds in het huidige monetaire debat zou verbazing moeten wekken, als het niet voor iedereen duidelijk was dat het

IMF niet sterk genoeg is om als arbiter op te treden in conflictsituaties tussen zijn grote lidstaten.

En toch zou het IMF een nuttige rol kunnen spelen als arbiter, moderator of controleur in een systeem van multilateraal toezicht op basis van objectieve economische indicatoren, een concept dat reeds naar voren werd gebracht op de Topconferentie van Versailles in 1982.

Multilaterale, goed gedocumenteerde en georganiseerde uitwisseling van opinies tussen de leidende mogendheden is onmisbaar om te komen tot verbeterde samenwerking op basis van convergentie in denken en streven. In feite zou dat het doel moeten zijn van samenkomsten zoals die van de Groep van Vijf, van Zeven, van Tien, van Vierentwintig, of van de «Working Party 3» van de OESO.

Maar waarom worden al deze gedachtenwisselingen niet gecoördineerd in het Interimcomité van het IMF? Als basismateriaal zou de uitstekende «World Economic Outlook» van het Fonds kunnen fungeren, alsmede de doorgaans gezaghebbende landenrapporten.

Mocht het Interimcomité geregeld samenkomen en besloten worden met zinvolle communiqués, dan is er een kans dat er een kalmerende invloed zou van uitgaan op de forex en andere financiële markten, en dat het een houvast zou bieden aan al wie investeert, spaart en onderneemt op eigen risico.

Nu de dialoog weer losgekomen is in G-5 en G-7, en de wil er schijnt te zijn om naar meer stabiliteit te gaan in de wisselkoersen, krijgen de hiervoor vermelde punten een actuele en praktische betekenis. De werkende economische cellen, zeker in Europa en Japan, maar zonder twijfel ook in de VSA, vragen nu om bevestiging. Zij wachten ook op aanwijzingen dat de overheden bereid en bekwaam zijn om meer orde te brengen in de internationale monetaire betrekkingen via goed voorbereide, georganiseerde en gecontroleerde samenwerking en via wederzijdse aanpassing van politieken.

Het is de enige weg om een nog steeds mogelijke serieuze muntcrisis te vermijden of om de dreigende golf van protectionisme af te weren.

Het Louvre-akkoord, voortgaande op het communiqué van zondagavond 22 februari 1987, is onvolledig en mager in vergelijking met de hiervóór beschreven stapsgewijze benadering, zeker wat de wisselkoersbeheersing betreft.

De aanpassing van de economische politiek van de deelnemende landen is zeer voorzichtig geformuleerd, en daarom niet direct overtuigend. Afwachten is de boodschap, hoewel men niet kan ontkennen dat de aangekondigde maatregelen, zelfs al zijn ze nog bescheiden, in de goede richting gaan. Men mag trouwens niet vergeten dat uitwerkingen van correcties in nationale politieken tijd vergen. En in dat opzicht hebben de industrielanden met het akkoord zichtbaar tijd willen kopen.

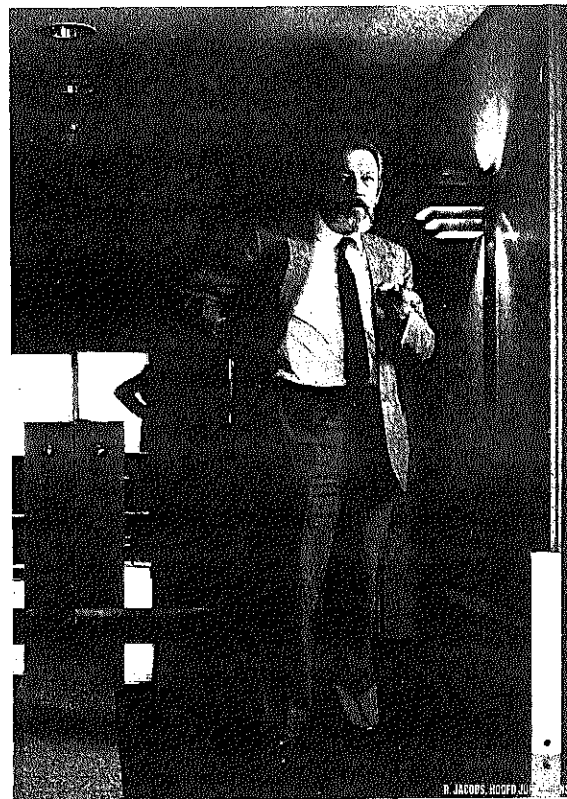
Zeer zeker zullen de wisselmarkten de aangekondigde koersbeheersing uittesten, en men weet uiteraard niet met welk gevolg.

Indien de centrale banken het gestelde doel niet helemaal bereiken, dan is het te hopen dat de principes van de Louvre-afspraken niet opzij worden geschoven, maar dat integendeel, de effectieve toepassing ervan wordt opgevoerd. Dit betekent dat de aanpassing van de economische politiek in de VSA, West-Duitsland en Japan wordt doorgezet en dat de techniek van wisselkoersbeheersing wordt versterkt door openlijke invoering van referentie- of zelfs doelzones.

Speculatie op de financiële markten zal niet gemakkelijk inbinden. Zij wil immers geen stabiliteit, en er zijn altijd commentatoren, economen en operateurs die haar – gewild of ongewild – hierbij steunen.

Het is echter voor de reële economie, voor het vrije verkeer van goederen en diensten, voor meer welvaart in de wereld en o.m. in de ontwikkelingslanden, en voor het gestadig heropbouwen van het evenwichtsherstel op mondiaal niveau dringend nodig dat de overheden van de leidende naties aantonen dat het ernst is met de samenwerking.

23 februari 1987



*"De NMKN-kredietkontrakten
geven onze klanten een veilig gevoel.
Omdat wij geen addertjes wegmoffelen
onder het juridische gras."*



Met elke ondernemer tot gesprek bereid. Bel voor een afspraak op 02/214 12 41.

MAGNAN-ERIKSSON 1986/07/006