

De wisselkoers, het budget en de lopende rekening

I. INLEIDING

In deze korte bijdrage wordt het verband tussen de wisselkoers, het overheidsbudget en de lopende rekening bestudeerd. Uitgegaan wordt van een bekend "text-boek" model van een open economie¹. Ondanks zijn eenvoud laat het model toch toe de Belgische situatie van de tweede helft der zeventiger jaren te illustreren.

II. HET THEORETISCH MODEL

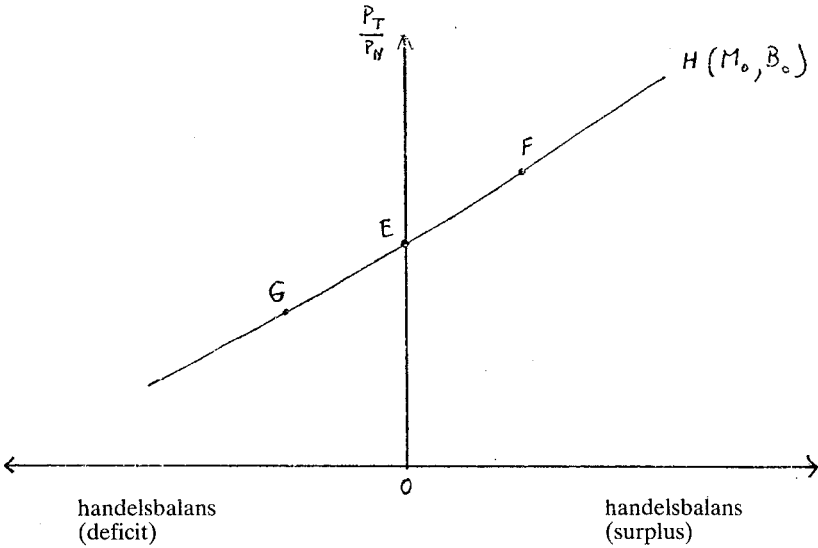
Het model gaat uit van het bestaan van twee sectoren, een open sector en een gesloten sector. De open sector produceert internationaal verhandelbare goederen (tradables), terwijl de gesloten sector niet internationaal verhandelbare goederen (non-tradables) produceert. Een basishypothese is dat in de open sector de binnenlandse ondernemingen "price-taker" zijn, d.w.z. dat de prijs (in buitenlandse munt) bepaald wordt op de wereldmarkten zonder dat de binnenlandse producenten hierover een invloed kunnen uitoefenen. In de gesloten sector daarentegen hebben de binnenlandse producenten een invloed op de prijsvorming. Dit zal hen bijv. toelaten interne kostenstijgingen geheel of gedeeltelijk af te wentelen in de finale prijs. De mate van af-

1. Dit model werd het eerst uitgewerkt door Salter in "Internal and External Balance: The Role of Price and Expenditure Effect", *The Economic Record*, aug. 1959.

wentelingsmogelijkheden zal afhangen van de prijselasticiteit en de evolutie van het beschikbaar inkomen.

Het model wordt voorgesteld in figuur 1. Op de verticale as wordt de relatieve prijs van de verhandelbare versus de niet verhandelbare goederen ($\frac{P_T}{P_N}$) uitgezet. Op de horizontale as zetten we de handelsbalans uit.

FIGUUR 1



De prijs van verhandelbare goederen kan ook geschreven worden als $P_T = SP_T^*$, waar S de wisselkoers (de prijs van de vreemde munt) en P_T^* de prijs van de verhandelbare goederen uitgedrukt in vreemde munt. De hypothese die hier wordt gemaakt is dat P_T^* niet beïnvloed kan worden door het land in kwestie. Het land kan de binnenlandse muntprijs van het verhandelbare goed echter wel veranderen door de munt te appreciëren of te depreciëren. Een depreciatie van de munt (S stijgt) verhoogt de binnenlandse muntprijs van het verhandelbare goed in gelijke proportie. Het omgekeerde gebeurt bij een appreciatie.

De relatie tussen de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ en de handelsbalans wordt in figuur 1 uitgebeeld door de lijn H . We veronderstellen hier dat de geld-

hoeveelheid (M_0) en het budgettair deficit (B_0) ongewijzigd blijven. In een volgende sectie gaan we in op de effecten van wijzigingen in één van deze variabelen. Waarom is de H lijn positief geïnclineerd? Veronderstel dat we uitgaan van punt E waar de handelsbalans in evenwicht is. We laten nu de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ stijgen (bijv. omdat de wereldprijs P_T^* van het verhandelbare goed stijgt, of omdat de nationale munt deprecieert, S stijgt). Dit heeft de volgende effecten. In de verhandelbare goederen sector wordt de produktie gestimuleerd, terwijl de consumptie van verhandelbare goederen ontmoedigd wordt². Het netto-effect is een surplus op de handelsbalans. De economie komt nu terecht in punt F .

Dit is echter slechts een korte termijn effect. Immers we moeten ook nagaan wat er gebeurt in de gesloten sector. Daar zullen we het omgekeerde fenomeen observeren: de relatieve prijsdaling van niet verhandelbare goederen ontmoedigt de produktie en stimuleert de consumptie van deze goederen. Er komt dus een onevenwicht tot stand waarbij de vraag groter zal zijn dan het aanbod. Een opwaartse druk zal uitgeoefend worden op de prijs van niet verhandelbare goederen P_N . Dit onevenwicht (vraagoverschot) zal slechts weggewerkt kunnen worden als P_N in dezelfde mate gestegen is als P_T .

Uit het voorgaande besluiten we dat de economie niet in F kan blijven. De inflatoire impulsen in de gesloten sector, die gegenereerd zijn door de devaluatie brengen de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ terug tot zijn initieel niveau. De economie moet op termijn terugkeren naar het initieel punt E , waar het handelsbalanssurplus is verdwenen, en waar P_T en P_N in dezelfde proporties zijn gestegen.

We kunnen op gelijkaardige wijze de effecten van een initiële daling van de relatieve prijs van verhandelbare goederen bestuderen. Zulk een relatieve prijsdaling kan het gevolg zijn van een appreciatie van de munt (S daalt) of van een interne kostenstijging. Deze laatste kan in de gesloten sector afgewenteld worden op de prijs van de niet verhandelbare goederen (P_N), zodat deze ook stijgt. P_T kan echter niet stijgen

2. De omvang van deze twee effecten wordt weergegeven door de richtingscoëfficiënt van H in figuur 1. Hoe steiler deze curve des te zwakker zijn deze effecten.

(tenzij de munt deprecieert, of P_T^* stijgt). In beide gevallen zal $\frac{P_T}{P_N}$ dalen.

In de verhandelbare goederensector zal de produktie nu ontmoedigd worden, terwijl de consumptie aangewakkerd wordt. Het netto-effect is dat de handelsbalans verslechtert. De economie komt nu terecht in een punt zoals G . In principe is dit effect ook tijdelijk. Immers de relatieve prijsstijging van niet verhandelbare goederen zal de produktie van deze goederen stimuleren en de consumptie ontmoedigen. Er zal dus een situatie van overaanbod van niet-verhandelbare goederen ontstaan. Deze zal dan een neerwaartse druk uitoefenen op de prijs van niet verhandelbare goederen, zodat $\frac{P_T}{P_N}$ opnieuw gaat stijgen. In principe is het aanpassingsmechanisme dus symmetrisch. In de praktijk kan de aanpassing naar het evenwicht bemoeilijkt worden indien de prijs van niet verhandelbare goederen weinig of niet flexibel is naar beneden. Veel zal dan afhangen van het gevoerde monetair en budgettair beleid (cfr. infra).

III. HET BUDGETTAIR BELEID

In de vorige sectie werd het budgettair beleid als constant beschouwd. We gaan nu in op de effecten van het budgettair beleid op het extern evenwicht. In deze sectie houden we de wisselkoers constant. In de volgende sectie behandelen we de interactie van de wisselkoers en het budgettair beleid.

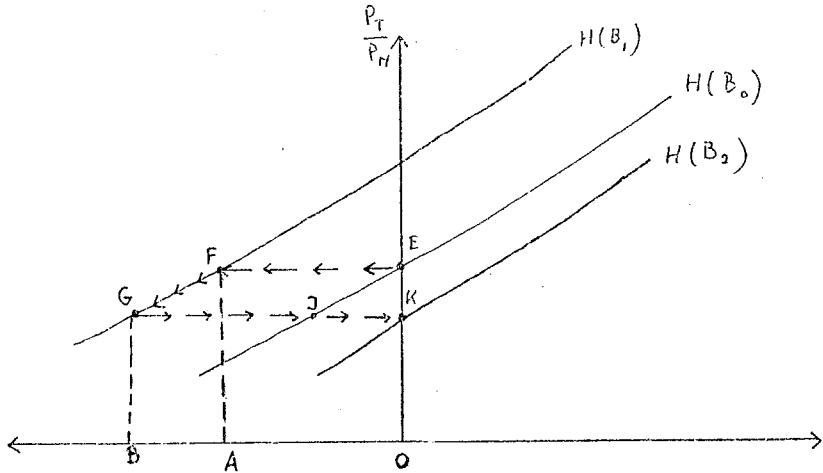
De effecten van een budgettaire expansie worden weergegeven in figuur 2. Veronderstel dat het initieel evenwichtspunt E is. De overheid voert nu een expansief budgettair beleid. Het budgettaire deficit stijgt van B_0 tot B_1 , zodat het beschikbaar inkomen stijgt en de absorptie van goederen en diensten toeneemt. In de open sector zal nu de vraag groter zijn dan de produktie zodat een handelsbalans deficit resulteert. Dit wordt weergegeven door de verschuiving van de H lijn van $H(B_0)$ tot $H(B_1)$: aan de gegeven relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ is het handelsbalans deficit nu OA geworden.

Daarmee zijn de effecten van het budgettair beleid niet uitgespeeld. Immers het is onwaarschijnlijk dat de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ ongewijzigd zal

blijven. Om dit in te zien moeten we nagaan wat de effecten zijn van de budgettaire expansie in de gesloten sector. De budgettaire expansie zal er eveneens de vraag doen stijgen t.o.v. het aanbod. Het vraagoverschot zal een prijsstijging genereren, zodat de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ een neiging zal hebben om te dalen.

Deze relatieve prijsdaling van verhandelbare goederen zal dan de handelsbalans verder verslechteren. In figuur 2 wordt dit weergegeven door de beweging van *F* naar *G*. De effecten van een budgettaire expansie kunnen dus uitgesplitst worden in twee deeleffecten, nl. een direct effect weergegeven door de afstand *OA* in figuur 2 en een prijseffect weergegeven door *AB*. Het totale deficit op de lopende rekening bedraagt *OB*.

FIGUUR 2



handelsbalans
(deficit)

handelsbalans
(surplus)

Welke zijn de instrumenten van evenwichtsherstel waarover de overheid beschikt wanneer de economie terecht gekomen is in een punt zoals G . Het is evident dat budgettaire contractie essentieel is. Deze moet immers de overabsorptie van goederen en diensten verminderen door een combinatie van verminderde uitgaven en verhoogde belastingen.

De vraag die zich hier stelt is echter of budgettaire sanering gekoppeld aan een depreciatie van de munt niet efficiënter is om het extern evenwicht te herstellen dan een budgettaire contractie alleen. Om hierop een antwoord te geven veronderstellen we eerst dat alleen het budgettair instrument wordt gebruikt. Indien de overheid het budgettair deficit terugbrengt van B_1 tot B_0 verschuift de H lijn opnieuw naar rechts. We komen terecht in J . Er blijft dus nog een deficit over dat het gevolg is van het feit dat de relatieve prijs van verhandelbare goederen nu lager is dan in de initiële situatie. Indien de budgettaire contractie leidt tot een prijsdaling in de gesloten sector zal $\frac{P_T}{P_N}$ kunnen stijgen en de economie kan terugkeren naar het initieel evenwichtspunt E . Indien echter de prijs P_N niet flexibel is naar beneden zal de stijging van $\frac{P_T}{P_N}$ niet gebeuren zodat de economie in punt J blijft. Om het evenwicht te herstellen zal de budgettaire contractie dus sterker moeten zijn. Dit wordt bereikt in punt K waar de budgettaire contractie het deficit op de lopende rekening heeft weggewerkt.

De combinatie van budgettaire contractie en depreciatie van de munt laat toe het punt E te bereiken. Immers de devaluatie verhoogt de relatieve prijs $\frac{P_T}{P_N}$ zodat het budgettair beleid minder deflatoir moet zijn. Dit resultaat hoeft ook niet te verwonderen. Immers het deficit dat bekomen werd in punt G was het resultaat van overabsorptie en van een relatief prijseffect. Het is dan ook normaal dat een combinatie van "expenditure-reducing" en een "expenditure switching" politiek efficiënter zal zijn dan een politiek die uitsluitend beroep doet op expenditure reducing zonder de relatieve prijzen te beïnvloeden.

De vraag die zich hier stelt is of de depreciatie die initieel tot een stijging van P_T leidt niet op termijn tot een gelijke stijging van P_N zal aanleiding geven zodat het evenwicht niet in E blijft. Het antwoord is dat het restrictief budgettair beleid prijsstijgingen in de gesloten sector zullen beperken, omdat deze budgettaire restrictie opnieuw voorwaarden van overaanbod creëert in de gesloten sector.

Het voorgaande stelt ook centraal dat een devaluatie alleen weinig of niet effectief zal zijn om extern evenwicht te herstellen. Immers, indien uitsluitend een devaluatie wordt doorgevoerd wanneer de economie zich in G bevindt zal de voorwaarde geschapen worden om (zoals eerder aangetoond) een toestand van vraagoverschot in de gesloten sector te creëren. Dit zal de prijs van niet verhandelbare goederen naar omhoog drijven zodat $\frac{P_T}{P_N}$ weinig of niet kan stijgen. De budgettaire restrictie is nodig om de inflatoire spanning in de gesloten sector die volgt op de devaluatie, in toom te houden.

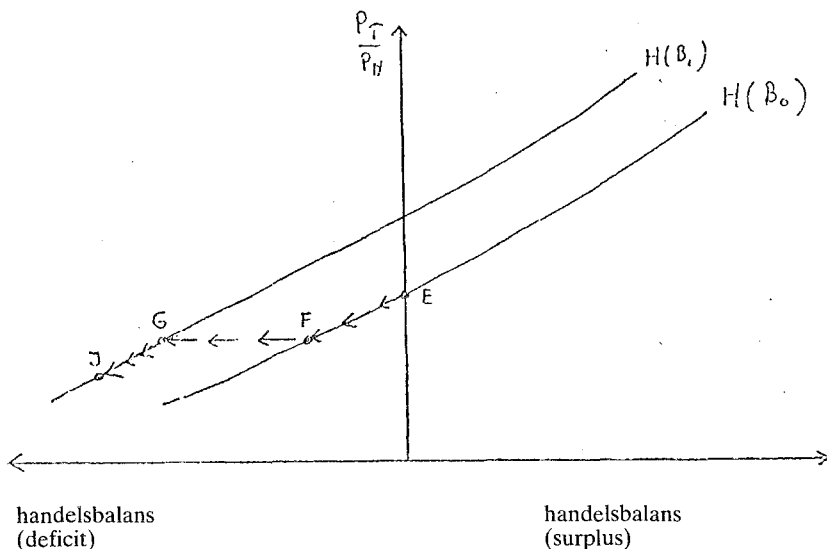
IV. DE INTERACTIE VAN WISSELKOERS- EN BUDGETTAIR BELEID

In de vorige secties werden budgettaire politiek, loonkosten en wisselkoersbeleid als onafhankelijk beschouwd. Hier concentreren we de aandacht op de interactie tussen deze variabelen. We illustreren de mogelijkheid van het bestaan van een vicieuze cirkel (zie figuur 3). We starten opnieuw van een evenwichtspositie in E . Veronderstel nu een interne loonexplosie en een appreciërende munt. Zoals eerder aangetoond leidt dit tot een daling van de relatieve prijs van de verhandelbare goederen, $\frac{P_T}{P_N}$ ³.

De economie komt nu terecht in punt F . Er zal een deficit zijn op de lopende rekening en een proces van afbraak in de open (industriële) sector wordt in gang gezet. Veronderstel nu dat de overheid optreedt als vangnet van ondernemingen en/of als "employer of last resort". Dit zal het noodzakelijk maken dat de overheid haar uitgaven (subsidies, werklozensteun, overheidstewerkstelling) verhoogt. Ten gevolge hiervan verhoogt het budgettaire deficit. Grafisch hebben we een opwaartse beweging van de $H(B_0)$ lijn tot $H(B_1)$. Met een onveranderde $\frac{P_T}{P_N}$ schuift de economie op naar punt G . Het extern onevenwicht neemt toe.

3. Empirische evidentie van deze relatieve prijsdaling in België tijdens de periode 1974-79 wordt gegeven in P. De Grauwe, "Symptomen van een overgewaardeerde munt. De Belgische frank gedurende de tweede helft der zeventiger jaren", *Tijdschrift voor Economie en Management*, 1980, nr. 3.

FIGUUR 3



De geïnduceerde budgettaire expansie zal echter repercussies hebben in de gesloten sector. Immers deze expansie zal waarschijnlijk de vraag naar niet verhandelbare goederen opdrijven zodat het aanbodoverschot in de gesloten sector dat bestond in punt *F* geheel of gedeeltelijk verdwijnt. Is de budgettaire expansie sterk genoeg dan is het zelfs mogelijk dat een vraagoverschot ontstaat in de gesloten sector zodat de prijs van de niet verhandelbare goederen opnieuw stijgt t.o.v. de prijs der verhandelbare goederen. In dat geval beweegt de economie zich van *G* naar *J*, en een nieuwe cyclus wordt in gang gezet.

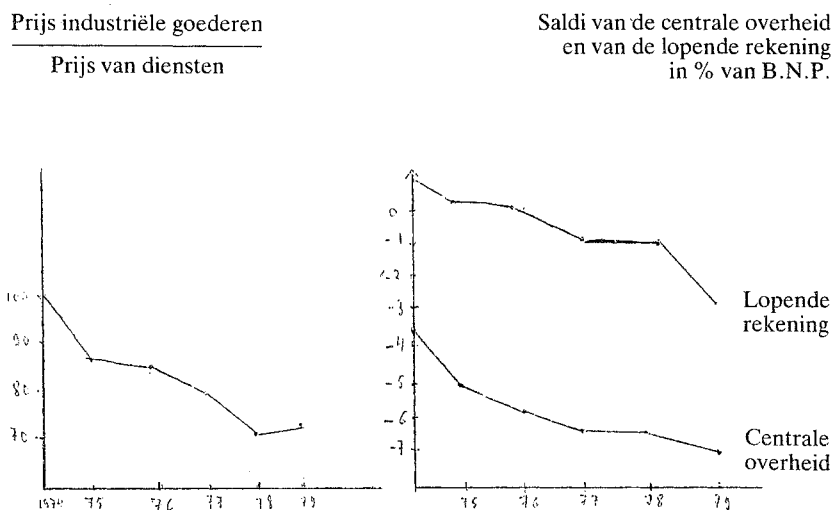
Het is evident dat deze vicieuze cirkel niet kan blijven bestaan. Immers het extern onevenwicht zal de monetaire autoriteiten dwingen een steeds strakker monetair beleid te voeren willen ze vermijden dat de voorraad internationale reserves uitgeput geraakt. Dit deflatorioir monetair beleid zal dan de vraag naar goederen en diensten zodanig verminderen dat de prijsstijgingen in de gesloten sector afgezwakt worden.

Hoe lang zulk een vicieuze cirkel kan blijven bestaan hangt o.m. af van de voorraad internationale reserves. Hoe groter deze voorraad hoe langer zulk een politiek kan volgehouden worden. Het is dan ook onduidelijk of in dit scenario een grote voorraad internationale reserves een voordeel is voor de nationale economie.

V. BESLUIT: EMPIRISCHE RELEVANTIE VOOR BELGIË

De voorgaande theoretische analyse laat toe de ontwikkelingen van het overheidsbudget en het extern evenwicht van België gedurende de laatste vijf jaren beter te begrijpen. In figuur 4 wordt de evolutie weergegeven van het overheidsbudget, de lopende rekening en de relatieve prijs van verhandelbare (industriële) versus niet verhandelbare goederen (diensten).

FIGUUR 4



De evolutie van deze aggregaten kan verklaard worden door het theoretisch schema zoals ontwikkeld in de vorige sectie: De binnenlandse loonexplosie van het midden der zeventiger jaren en de daaropvolgende effectieve appreciatie van de BF leidt tot een sterke vermindering van de prijs van industriële goederen t.o.v. de diensten. Dit brengt een versnelling van het desindustrialiseringsproces in gang en noodzaakt de overheid om haar uitgaven (werkloosheidsuitkeringen, overheidstewerkstelling, subsidies aan ondernemingen) drastisch op te drijven. Deze budgettaire expansie houdt de binnenlandse vraag voor goederen en diensten op een hoog niveau, zodat de lopende rekening verslechtert en tegelijkertijd de prijsstijgingen in de beschermde sector

op een relatief hoog niveau blijven. Dit laatste verslechtert opnieuw de relatieve prijs van industriële goederen en vermindert zo de aantrekkelijkheid van investeringen in de open sector⁴. We komen terecht in een vicieuze cirkel.

Uit het voorgaande kunnen enkele beleidsconclusies getrokken worden. Ten eerste, de aard van de economische crisis heeft weinig te maken met een tekort aan aggregatieve vraag. Keynesiaanse precepten van vraagstimulering hebben dan ook in de huidige Belgische context weinig zin. Zo een politiek zou de economische crisis nog verergeren omdat ze het extern onevenwicht zou vergroten en de inflatoire spanningen in de gesloten sector zou aanwakkeren, wat dan weer de rendabiliteit in de open sector zou afzwakken.

Ten tweede, stelt zich het probleem van de wisselkoerspolitiek. Uit de voorgaande analyse besluiten we dat een budgettaire restrictie zonder devaluatie sterker zal moeten zijn dan een budgettaire restrictie gecombineerd met een devaluatie, wil men het externe onevenwicht wegwerken. M.a.w. het extern onevenwicht kan rechtgetrokken worden door een budgettaire restrictie alleen. De deflatie zal echter groter moeten zijn, en dus pijnlijker, indien men weigert het wisselkoersinstrument te gebruiken.

4. Meer empirische evidentie is te vinden in P. De Grauwe, *op. cit.*