

PERSCOMMUNIQUÉ

De dynamiek van de Amerikaanse handelsbalans ontleed in een geraamd evenwichtsmodel

door Punnoose Jacob en Gert Peersman

NBB Working Paper No 226 - Document Series

Het verloop van de externe positie van de Verenigde Staten (VS) en de gevolgen hiervan voor de mondiale economie wekten zowel in academische kringen als bij de beleidsmakers veel belangstelling. In deze paper wordt een econometrisch model gehanteerd om de verstoringen te onderscheiden die de netto-uitvoer van de Verenigde Staten over de conjunctuurcyclus heen bepalen. Het daartoe gebruikte model is hoofdzakelijk een voor twee landen ontworpen versie van het in Smets en Wouters (American Economic Review 2007) uitgewerkte model voor een gesloten economie, dat goed bleek te passen bij de statistische eigenschappen van de gegevens. In ons model zijn de Verenigde Staten het thuisland en vormt een aggregaat van zestien ontwikkelde economieën het tweede land. Het model wordt met Bayesiaanse methoden geschat aan de hand van gegevensreeksen over de verhouding tussen de Amerikaanse handelsbalans en de productie, alsook van de reeksen inzake productie, investeringen, consumptie, rentetarieven, lonen en de prijzen van productie, investeringen en uitvoer voor het thuisland en het buitenland. De tijdreeksen bestrijken de periode 1980.kw1-2005.kw4. De dynamiek van het model wordt door zowel binnenlandse als externe verstoringen bepaald: productiviteitsschokken, uit ongeduld voortvloeiende consumptieschokken, specifiek voor investeringen geldende technologische schokken, schokken in de investeringsvraag, loonschokken, schokken in de uitvoerprijzen, schokken in de overheidsuitgaven, renteschokken en wisselkoersschokken. Elk van die verstoringen speelt een afzonderlijke rol in de dynamiek van het model.

Het centrale resultaat van onze analyse is dat veranderingen in de investeringsvraag ten gevolge van schokken in de *marginale efficiëntie van de investeringen* (MEI) inzicht verschaffen in de kortetermijndynamiek van de Amerikaanse handelsbalans. Vergeleken met de andere onderzochte schokken veroorzaken zowel binnenlandse als externe MEI-schokken sterke schommelingen in de handelsbalans en verklaren ze meer dan de helft van de variabiliteit van de prognoses betreffende die balans. Van een positieve MEI-verstoring kan worden gesteld dat ze leidt tot een snellere omzetting van afgewerkte investeringsgoederen, die pas de fabriek verlaten, in de kapitaalvoorraad die wordt gebruikt om in de daaropvolgende periode goederen te produceren. De binnenlandse economische opgang die volgt op een positieve MEI-schok, gaat gepaard met een sterk anticyclische handelsbalans. Het belangrijkste kenmerk van de gegevens waardoor de resultaten overhellen naar een groot belang van investeringsschokken, is dat investeringsgoederen meer dan drie vierde van de totale in- en uitvoer ongerekend energie van de Verenigde Staten uitmaken. Aangezien de investeringen slechts ongeveer 20 % van de Amerikaanse vraag voor hun rekening nemen, betekent dit dat het investeringssegment een uiterst hoog invoergehalte heeft. In het licht van deze empirische bevinding krijgen finale investeringsgoederen in het opgezette model een hoger invoergehalte dan finale consumptiegoederen. Derhalve hebben verstoringen die de investeringen beïnvloeden, veel grotere effecten op de externe balans dan die welke via de consumptie worden doorgegeven.

De veranderingen in de handelsbalans worden gedesaggregeerd in enerzijds schommelingen van de relatieve internationale absorptie (consumptie en investeringsvraag) en anderzijds relatieve internationale prijzen zoals wisselkoersen en de ruilvoet. Dit leidt tot de vaststelling dat de forse totale impact van MEI-schokken op de handelsbalans veeleer toe te schrijven is aan de dynamiek van de relatieve volumes dan aan de relatieve prijzen. Daartegenover hebben schokken die voornamelijk doorwerken via de relatieve prijzen, namelijk de wisselkoersschok en de invoerprijsschok, slechts op zeer korte termijn een sterke invloed op de handelsbalans en worden ze over langere periodes gedomineerd door MEI-schokken. Positieve binnenlandse productiviteitsschokken veroorzaken anticyclische bewegingen van de handelsbalans, in overeenstemming met de traditionele macro-economische theorie. Die bewegingen zijn echter kwantitatief gematigd in verhouding tot de dynamiek die MEI-schokken teweegbrengen.

MEI-schokken worden in de recente empirische literatuur beschouwd als indicatoren van toevallige veranderingen in de efficiëntie van de latente financiële-intermediatiesector die de besparingen naar productieve investeringen kanaliseert. Om de financiële interpretatie van MEI-schokken verder te bevestigen, worden correlaties van de op modellen gebaseerde ramingen van de MEI-schokken berekend door de externe financieringskosten te meten, zowel in de VS als daarbuiten. Daaruit blijkt dat de MEI-schokken uit het model en de rentemarge aanmerkelijk negatief gecorreleerd zijn. Dit impliceert dan weer dat een binnenlandse hoogconjunctuur ten gevolge van MEI-schokken gepaard gaat met een negatieve reactie op de handelsbalans en met smalle rentemarges. Hoewel we MEI-schokken niet als financiële schokken op zich beschouwen, wijzen de correlaties met de rentemarge erop dat financiële intermediatie belangrijk is voor de dynamiek van de handelsbalans. Het is dan ook een natuurlijke uitbreiding van deze onderzoeksagenda om een welomschreven financiële-intermediatiesector en daarmee samenhangende structurele schokken in modellen van de internationale conjunctuurcyclus op te nemen.