

Het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten : ontstaansgeschiedenis en beleidsimplicaties

P. Butzen
E. De Prest
S. Ide
H. Zimmer⁽¹⁾

Inleiding

Een van de meest opvallende kenmerken van de wereld-economie vandaag is het enorme, steeds verder toenevende tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van de Verenigde Staten en, daarmee samenhangend, de aanhoudende accumulatie van surplussen in de meeste andere regio's van de wereld⁽²⁾. De grootste economie en voornaamste militaire en geopolitieke supermacht is aldus tevens 's werelds grootste schuldenaar geworden. Dit heeft in academische en politieke kringen vragen doen rijzen omtrent de houdbaarheid van de huidige situatie en de eventuele gevaren die een plotse en ongeordende correctie voor de wereldeconomie inhoudt. Deze thematiek staat reeds enkele jaren bovenaan de agenda van internationale fora zoals de bijeenkomsten van de G-7 of de G-20 alsook op het programma van menig wetenschappelijk colloquium.

In het eerste deel van dit artikel wordt de huidige situatie gekenschetst en wordt ook nagegaan of deze vanuit een historisch en internationaal perspectief als uitzonderlijk kan worden bestempeld. In het tweede deel gaat de aandacht voornamelijk uit naar het ontstaan en de financieringswijze van het deficit op de lopende rekening van de Verenigde Staten. Vervolgens wordt in deel drie het vraagstuk geschetst van de houdbaarheid van dit tekort. Daarbij wordt nader ingegaan op de bijzondere plaats die de Amerikaanse economie en haar munt, de dollar, op de wereldmarkten innemen. In het vierde deel, ten slotte, worden een aantal mogelijke scenario's besproken die tot een verbetering kunnen bijdragen.

1. Is de huidige evenwichtsverstoring uitzonderlijk ?

1.1 De lopende rekening

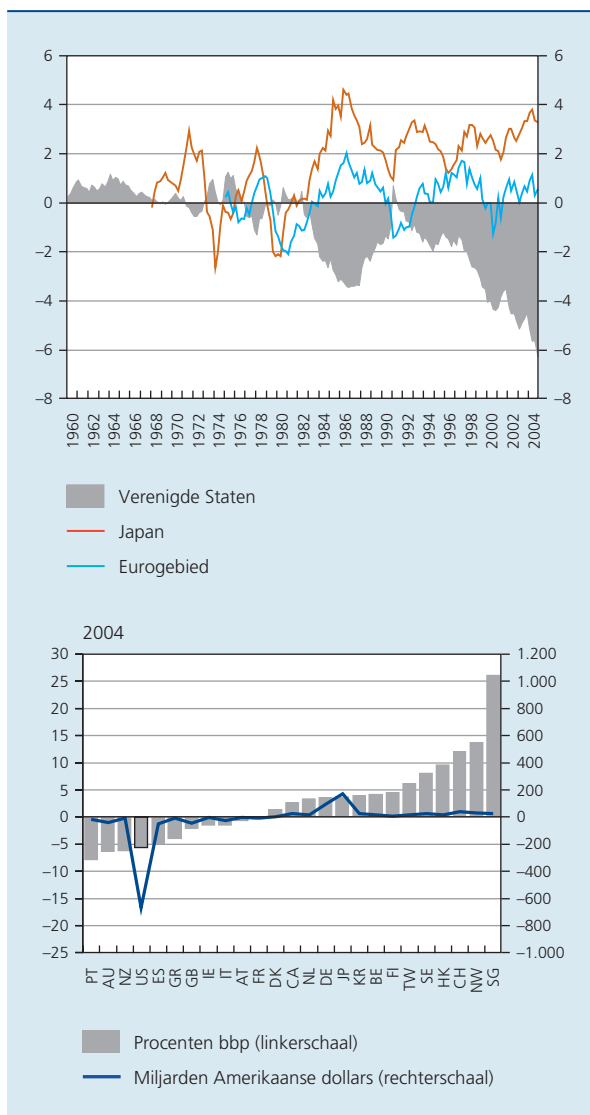
In 2004 lieten de Verenigde Staten op de lopende rekening van hun betalingsbalans een tekort van 5,7 pct. bbp optekenen, het grootste deficit sedert 1960. In de jaren zestig en zeventig kon het land meestal nog op een lopend overschot bogen, maar vanaf 1982 liepen de tekorten op de Amerikaanse lopende rekening een eerste keer snel op en bereikten in 1987 een voorlopig

(1) De auteurs danken K. Burggraeve voor zijn bijdrage.

(2) Op de lopende rekening van de betalingsbalans van een land worden de goederen- en dienstentransacties, de ontvangen en betaalde inkomens alsook de overdrachten tussen de eigen ingezetenen en die van andere landen tijdens een bepaalde periode opgetekend. Vanuit macro-economisch standpunt is het saldo op deze rekening gelijk aan het totale financieringssaldo van de economie. Het lopende tekort geeft derhalve weer in welke mate een land een beroep doet op buitenlandse besparingen en impliceert dus een toename van de nettoschuld of een vermindering van de nettovordering tegenover het buitenland.

GRAFIEK 1 LOPENDE REKENING IN GESELECTEERDE ECONOMIEËN

(saldi in procenten bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen : Federal Reserve, IMF, OESO.

maximum van 3,4 pct. bbp. Dankzij de tenuitvoerlegging van verschillende beleidsmaatregelen waartoe de betrokken Amerikaanse, Europese en Japanse overheden in het Louvre-akkoord van dat jaar hadden besloten, liep het deficit vervolgens systematisch terug en in de eerste helft van 1991 werd tijdelijk zelfs een gering overschot opgetekend, dat echter deels toe te schrijven was aan de officiële overdrachten van verschillende buitenlandse regeringen als bijdrage in de kosten van de eerste Golfoorlog. Daarna ging het tekort vrijwel ononderbroken opnieuw de hoogte in en eind 1999 werd het recordniveau van het midden van de jaren tachtig overschreden.

De omvang van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening is niet enkel zonder voorgaande in de eigen naoorlogse geschiedenis, maar blijkt tevens vanuit een internationaal perspectief vrij uitzonderlijk. Van de ontwikkelde economieën hadden in 2004 immers alleen Portugal, Australië en Nieuw-Zeeland een vergelijkbaar tekort in verhouding tot hun bbp. De Verenigde Staten zijn echter de grootste economie ter wereld, wat met zich brengt dat hun tekort in absolute termen meer dan 600 miljard dollar bedraagt, terwijl dat van, bijvoorbeeld, Australië slechts 39 miljard dollar belooft. Bovendien speelt de Amerikaanse dollar een vooraanstaande rol op de internationale financiële markten. Beide aspecten maken dat zelfs een ingrijpende correctie van het externe tekort van een kleinere economie niet dezelfde effecten op de wereldeconomie en het internationale financiële systeem sorteert als een meer gematigde aanpassing van het saldo op de Amerikaanse lopende rekening.

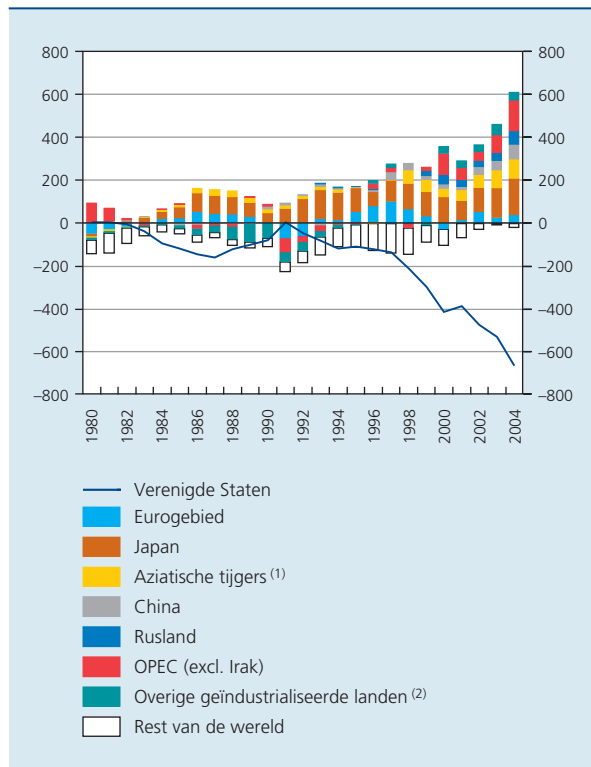
Ook historisch beschouwd, is het persistente en omvangrijke lopende tekort van de Verenigde Staten opvallend. Zo komt het Internationaal Monetair Fonds⁽¹⁾ (IMF) op basis van een met eigen onderzoeksresultaten aangevuld literatuuroverzicht tot de vaststelling dat lopende tekorten van meer dan 4 pct. bbp gedurende drie opeenvolgende jaren vrij zeldzaam zijn, en bovendien steeds in relatief kleine open economieën voorkomen. Na drie jaar van grote tekorten treedt er tijdens de volgende drie jaar doorgaans een verbetering op ten belope van 2 pct. bbp. Dat gaat vaak gepaard met een significante depreciatie, in reële termen, van de bewuste valuta alsook met een groeivertraging. De Bank voor Internationale Betalingen⁽²⁾ (BIB) komt tot soortgelijke conclusies zowel wat de drempelwaarde betreft waarbij er zich een verbetering voordoet als inzake de kanalen via welke het aanpassingsproces verloopt.

Tot slot is de huidige situatie ook vanuit een geografische dimensie uitzonderlijk te noemen. Tegenover het deficit op de Amerikaanse lopende rekening staan de lopende overschotten van andere landen. Hoewel de lopende rekeningen al in de jaren tachtig aanzienlijke onevenwichtigheden vertoonden, bleef de mondiale dimensie toen toch veeleer beperkt: de verstoringen waren hoofdzakelijk geconcentreerd in de Verenigde Staten, enerzijds, en Japan en de belangrijkste Europese economieën, vooral Duitsland, anderzijds. Het Amerikaanse tekort steeg tot in 1987 vrijwel parallel met het overschot in Japan en Europa; in de tweede helft van de jaren tachtig verliep de beweging omgekeerd.

(1) IMF (2002).

(2) BIS (2004).

GRAFIEK 2 MONDIALE EVENWICHTSVERSTORINGEN
(saldi op de lopende rekening in miljarden dollars)



Bron : IMF.

(1) Hongkong, Singapore, Taiwan en Zuid-Korea.

(2) Australië, Canada, Denemarken, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland.

Sedert het midden van de jaren negentig echter staat tegenover het Amerikaanse tekort zo goed als voor iedere andere regio een overschot⁽¹⁾, zodat deze problematiek op dit ogenblik een mondiale dimensie heeft.

De Verenigde Staten, het eurogebied en Japan zijn in de wereldhandel een zeer belangrijke rol blijven spelen. Niettemin hebben een toenemend aantal opkomende economieën, vooral in Azië, een steeds gewichtiger plaats ingenomen. De vier zogeheten Aziatische tijgers boekten reeds in de jaren tachtig een behoorlijk overschot op hun lopende rekening. Na een onderbreking tijdens de Azië-crisis is hun rol sedert het einde van de jaren negentig aanzienlijk blijven toenemen. Medio jaren negentig deed China zijn intrede op de wereldmarkt en tijdens de afgelopen jaren heeft het handelsoverschot van dat land in belangrijke mate bijgedragen tot het Aziatische surplus.

(1) In dit verband zij opgemerkt dat de mondiale statistieken voor het geheel van de economieën op een tekort wijzen, terwijl de saldi van alle landen ter wereld elkaar in principe moeten opheffen. Gelet op de omvang van de in de betalingsbalansen opgetekende brutostromen bevatten die statistieken echter vaak fouten.

Wat de overige regio's betreft, registreert het OPEC-kartel, net als Rusland, de laatste jaren een aanzienlijk overschot tegen de achtergrond van de stijgende olieprijs.

1.2 De netto internationale investeringspositie

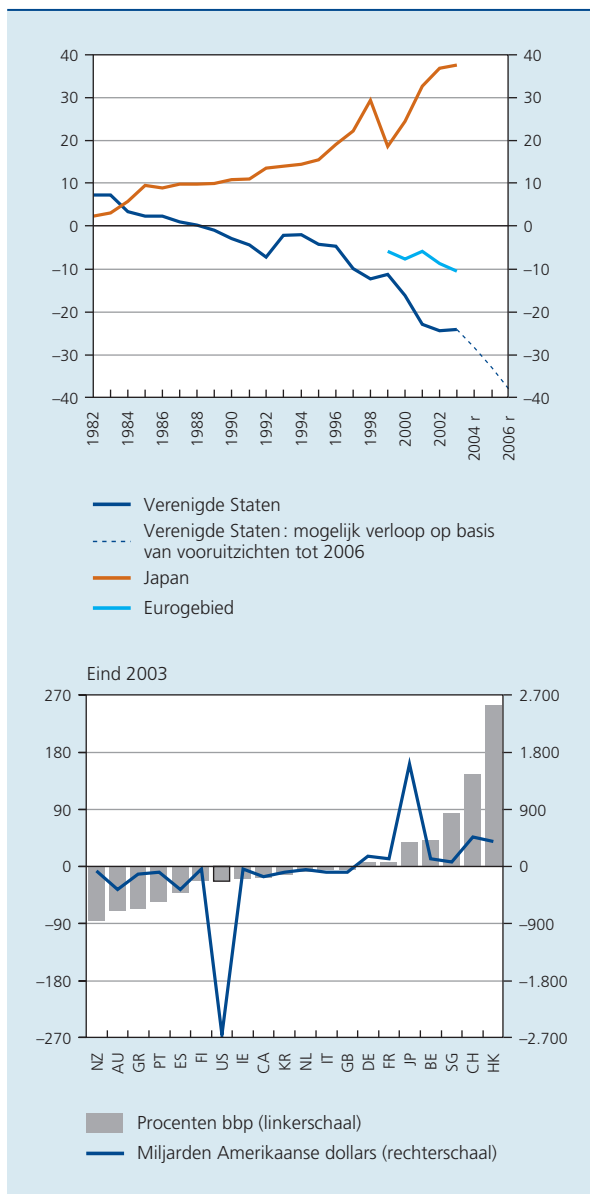
Door het aanhoudende en steeds groter wordende tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten is de internationale investeringspositie van dat land – dat is het saldo van zijn uitstaande tegoeden en schulden tegenover het buitenland – fors verslechterd. Zo sloeg de Amerikaanse nettovermogenspositie aan het einde van de jaren tachtig om in een nettoschuld die sedert het midden van de jaren negentig fors is gegroeid, namelijk van 4,1 pct. bbp in 1995 tot 24,1 pct. bbp in 2003.

Op het eerste gezicht lijkt dit niet uitzonderlijk. In verschillende landen, bijvoorbeeld Australië en Nieuw-Zeeland, is de netto internationale schuldpositie in verhouding tot het bbp nog veel omvangrijker. Van de ontwikkelde landen waarvoor cijfers beschikbaar zijn, is de Amerikaanse nettoschuld echter, uitgedrukt in miljarden dollars, ongeveer de helft groter dan die van de andere nettoschuldlanden samen.

Op basis van gegevens afkomstig uit de economische vooruitzichten van de OESO voor 2005 en 2006 valt overigens niet uit te sluiten dat de nettoschuldpositie van de Verenigde Staten tegenover het buitenland nog sterk kan toenemen. Op basis van een mechanische accumulatie van de verwachte lopende tekorten zou de nettoschuld van de Verenigde Staten tegenover het buitenland aldus fors blijven stijgen, namelijk van ongeveer 24 pct. bbp in 2003 tot bijna 38 pct. bbp in 2006 of, uitgedrukt in miljarden dollars, van 2650 tot nagenoeg 5000 miljard dollar.

Bij deze eenvoudige berekeningswijze is evenwel geen rekening gehouden met zogenoemde waarderings-effecten die de toename van de nettoschuld aanzienlijk kunnen afremmen of stimuleren. Zo valt op dat, ondanks het in 2002 en 2003 omvangrijke en nog toenemende lopende tekort van de Verenigde Staten, de netto-investeringspositie van dat land in procenten bbp tijdens die periode nauwelijks verslechterd is. De supplementaire schuld tegenover het buitenland waar de lopende tekorten aanleiding toe gaven (kwantiteitseffect), werd immers grotendeels gecompenseerd door het positieve effect van de depreciatie van de Amerikaanse dollar (waarderingseffect). De koersdaling van de dollar had inderdaad een opwaardering tot gevolg van de overwegend in buitenlandse valuta's aangehouden activa van de Verenigde Staten jegens de rest van de wereld terwijl, gelet op de

GRAFIEK 3 NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE IN GESELECTEERDE ECONOMIEËN
(procenten bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen : BEA, ECB, IMF, OESO, NBB.

positie van de dollar als internationale valuta, de verplichtingen van de Verenigde Staten grotendeels in dollar worden aangehouden.

Toekomstige waarderingseffecten kunnen zeer moeilijk correct worden ingeschat aangezien zij voornamelijk afhankelijk zijn van het erg onzekere koersverloop van de dollar. Het belang van de waarderingseffecten mag overigens niet worden overschat, aangezien ze vroeg of laat aanleiding kunnen geven tot «reputatiekosten». Herhaalde wisselkoersdepreciaties kunnen er immers

buitenlandse dollarbeleggers toe aanzetten een hoger rendement te eisen waardoor, via de negatieve impact daarvan op de inkomens- en lopende rekening, de nettoschuldpositie alsnog kan toenemen. De lopende rekening blijft dus het belangrijkste kanaal om de internationale investeringspositie van de Verenigde Staten te verbeteren.

Ondanks de aanzienlijk toegenomen nettoschuld is het saldo van de factorinkomens – in vergelijking met het arbeidsinkomen is het inkomen uit kapitaal terzake veruit de meest cruciale factor – in de Verenigde Staten vooralsnog positief gebleven. De Verenigde Staten zijn immers netto-ontvanger van inkomsten uit buitenlandse directe investeringen (BDI) en uit beleggingen in aandelen, terwijl zij nettobetaler zijn van rente op schuldbewijzen (grotendeels rentebetalingen op Amerikaanse overheidsobligaties). Hoewel de gezamenlijke uitstaande nettopositie van de Verenigde Staten in BDI en aandelenbeleggingen de afgelopen jaren sterk is verminderd en de uitstaande nettoschuld in de vorm van schuldbewijzen aanzienlijk is vermeerderd – tot ongeveer 28 pct. van het Amerikaanse bbp in 2003 –, overtreffen de inkomsten uit BDI en aandelenbeleggingen nog steeds de rentebetalingen op schuldbewijzen, aangezien het impliciete rendement op de door de Verenigde Staten in het buitenland aangehouden activa hoger ligt dan dat op hun buitenlandse verplichtingen. Enerzijds valt het rendement van de BDI in de Verenigde Staten gemiddeld beschouwd significant lager uit dan dat van Amerikaanse BDI in de rest van de wereld. Anderzijds is het rendement op de Amerikaanse schuldbewijzen reeds een tijdlang relatief laag – waardoor de rentebetalingen worden gedrukt –, ofschoon het vergelijkbaar is met het rendement op door VS-ingezetenen tegenover het buitenland aangehouden schuldbewijzen.

Dit neemt niet weg dat het saldo van de factorinkomens, uitgedrukt in procenten bbp, door de jaren heen een neerwaartse trend heeft laten optekenen en in 2004 amper positief was. In haar economische vooruitzichten gaat de OESO ervan uit dat dit saldo in 2005 zal omslaan in een gering tekort dat in 2006 zou toenemen tot 0,2 pct. bbp. Dit betekent dat de Verenigde Staten voor het eerst sedert nagenoeg een eeuw nettobetaler van factorinkomens zouden worden.

2. Onderliggende macro-economische tendensen

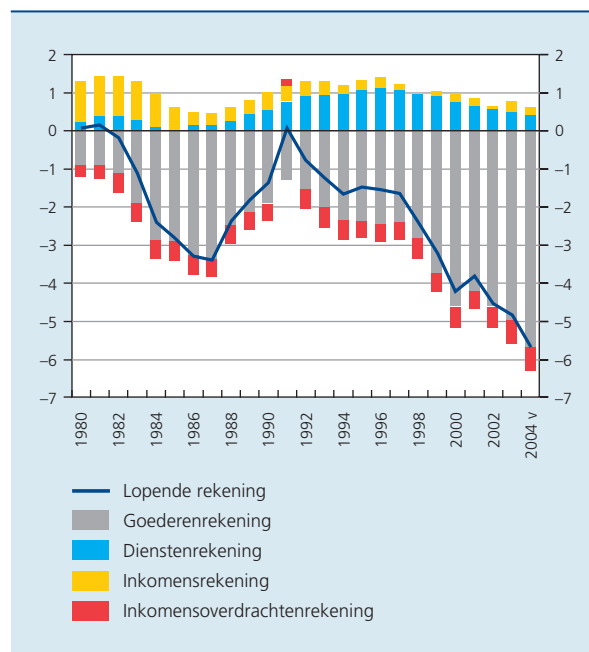
Hieronder wordt nader ingegaan op de macro-economische factoren die ten grondslag liggen aan het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, het verloop van dat tekort mede hebben bepaald en beslissend kunnen zijn voor de toekomstige ontwikkelingen. Gelet op de macro-economische samenhang tussen externe en binnenlandse evenwichten in een economie (resp. de lopende rekening van de betalingsbalans en het saldo van sparen en investeren) alsook tussen het lopende deficit en de financiering daarvan, zijn verschillende complementaire benaderingswijzen mogelijk.

2.1 Benadering via de handelsstromen

De stijging van het tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans in de loop van de jaren negentig is vrijwel integraal toe te schrijven aan een verslechtering van de goederenbalans die een fors aangroeiend deficit liet optekenen. Tevens is het overschot op de rekening van de diensten en van de inkomens de laatste jaren enigszins gekrompen. De inkomensoverdrachtenrekening daarentegen vertoonde een persistent maar, uitgedrukt in procenten bbp, stabiel tekort.

Vanuit geografisch oogpunt kan het groeiende tekort op de goederenbalans worden teruggevoerd op, enerzijds, een hoog en nog toenemend handelstekort ten opzichte van de traditionele handelspartners Europa en Japan en, anderzijds, op de stijging van dat tekort tegenover een aantal nieuwe actoren op de wereldmarkt, voornamelijk China. Als mogelijke oorzaak van het voortdurend grote handelsdeficit ten opzichte van Europa en Japan wordt in eerste instantie vaak gewezen op de aanzienlijk snellere economische groei in de Verenigde Staten, vooral tijdens de tweede helft van de jaren negentig. Bovendien wordt de Amerikaanse economie gekenmerkt door voor de uitvoer en de invoer asymmetrische inkomenselasticiteiten. Zelfs indien de economie van de Verenigde Staten slechts even snel zou groeien als die van het eurogebied of Japan, dan nog zou het Amerikaanse handelstekort toenemen doordat de voorkeur van de Amerikaanse consumenten voor buitenlandse goederen en diensten kennelijk groter is dan die van het buitenland voor Amerikaanse goederen en diensten. De bewuste asymmetrie werd in 1969 voor het eerst opgemerkt door Houthakker en Magee; in de economische literatuur wordt er vaak naar verwezen als de zogeheten «Houthakker-Magee Income Asymmetry Hypothesis». Ten slotte mag er worden van uitgegaan dat de tussen medio 1995 en eind 2001 opgetekende scherpe appreciatie van de dollar een vertraagd effect

GRAFIEK 4 LOPENDE REKENING VAN DE VERENIGDE STATEN : BELANGRIJKSTE SALDI
(procenten bbp)



Bron : BEA.

heeft gesorteerd. In reële effectieve termen steeg de Amerikaanse valuta met ongeveer 40 pct. in waarde.

Behalve ten opzichte van Europa en Japan groeide het tekort ook tegenover China en, in mindere mate, Latijns-Amerika. In 2004 bedroeg het handelsdeficit tegenover China reeds bijna een vierde van het totale tekort op de goederenrekening. Het toenemende belang van China in de Amerikaanse handelsrelaties weerspiegelt hoofdzakelijk de verplaatsing van een deel van de regionale productieketen in Azië van onder meer Japan en Zuid-Korea naar China. Voorts nam het belang van de Amerikaanse BDI in China toe, met name in de op export naar de Verenigde Staten gerichte sectoren.

2.2 Benadering via sparen en investeren

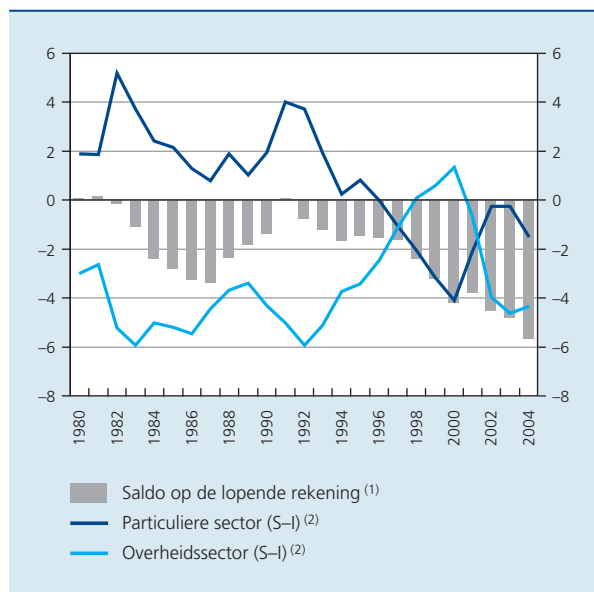
Het saldo op de lopende rekening kan ook worden benaderd vanuit het verschil tussen het sparen en het investeren in een economie aangezien, boekhoudkundig, de gelijkheid kan worden aangetoond tussen dat verschil en het lopende saldo. In de loop van de jaren negentig ging de groeiende buitenlandse financieringsbehoefte van de Verenigde Staten gepaard met een forse daling van het binnenlandse spaaroverschot van de particuliere

sector. Medio jaren negentig sloeg dat surplus zelfs om in een tekort dat tot het jaar 2000 bleef groeien. Hoewel de overheid gestaag minder ging ontsparen, kon niet worden voorkomen dat het totale financieringstekort van de Amerikaanse economie toenam. In die periode verschilden de onderliggende macro-economische omstandigheden grondig van die in de jaren tachtig toen de Amerikaanse economie werd gekenmerkt door een zogenoemd «tweelingtekort», d.i. een tekort op de lopende rekening en een budgettair deficit.

De toename van de particuliere financieringsbehoefte in de loop van de jaren negentig vloeyde in belangrijke mate voort uit een versnelling van de investeringsuitgaven. Een en ander deed zich voor tegen de achtergrond van een aanhoudend stevige productiviteitsgroei in de Verenigde Staten. Die groei werd in verband gebracht met de opkomst van het internet en de versnelde integratie van nieuwe technologische ontwikkelingen inzake informatica en telecommunicatie in het productieproces, een belangrijk facet van wat op een bepaald ogenblik de «nieuwe economie» («new economy») werd genoemd. Tegelijkertijd liep het particuliere sparen terug, wat onder meer te maken had met de duidelijk verbeterde vermogenspositie van de gezinnen als gevolg van, met name, de stijgende aandelenprijzen.

Sedert de millenniumwissel is de macro-economische samenhang die ten grondslag ligt aan de stijgende buitenlandse financieringsbehoefte van de Verenigde Staten evenwel gewijzigd. Als gevolg van het uiteenspaten van de technologiezeepbel liepen de investeringen in de Amerikaanse economie tijdens de jaren 2001-2002 scherp terug. Vervolgens werd er geleidelijk opnieuw meer geïnvesteerd, hoewel aanvankelijk vooral in woningen en in de bedrijfstakken van de niet-verhandelbare goederen. Deze ontwikkeling is niet zonder belang. Die branches dragen immers doorgaans slechts weinig bij tot de uitvoerprestatie van een economie, zodat dergelijke investeringen het potentieel van de Amerikaanse economie inzake de terugbetaling van de buitenlandse schuld nauwelijks verhogen. Het particuliere sparen, van zijn kant, nam enigszins toe dankzij de bedrijven die hun balanssituatie probeerden te verbeteren, terwijl de spaarquote van de gezinnen verder bleef dalen. Totaal beschouwd, was de spaar-investeringsbalans van de particuliere sector in 2002 en 2003 zowat in evenwicht. Belastingverminderingen en een toename van de overheidsuitgaven, onder meer voor defensie, leidden er evenwel toe dat het financieringsoverschot van de overheid snel omsloeg in een omvangrijk tekort, zodat in die periode opnieuw het vroegere «tweelingtekort» opdook. In 2004, ten slotte, trokken de bedrijfsinvesteringen fors aan, waardoor ook de spaar-investeringsbalans van de particuliere sector in het rood belandde.

GRAFIEK 5 LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS IN DE VERENIGDE STATEN
(procenten bbp)



Bron: BEA.

(1) Om statistische redenen is er een zekere discrepantie tussen het saldo op de lopende rekening en het totale financieringssaldo.

(2) S-I staat voor het verschil tussen het sparen en het investeren van een sector.

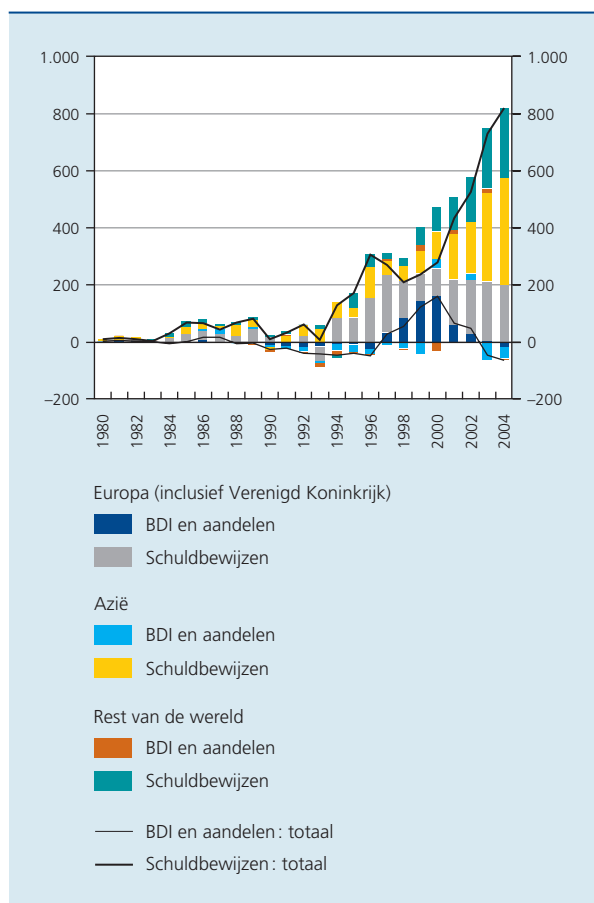
2.3 Benadering via de kapitaalstromen

Sedert het midden van de jaren negentig is de toename van het lopende tekort op de Amerikaanse betalingsbalans gepaard gegaan met enkele opmerkelijke wijzigingen in het verloop van de financieringsstromen, zowel vanuit het oogpunt van de beleggingsinstrumenten als wat de oorsprong ervan betreft. Grosso modo komt het erop neer dat, vanaf 2001, een belangrijke instroom van particuliere BDI en beleggingen in aandelen vanuit Europa plaats heeft gemaakt voor beleggingen, door Aziatische investeerders uit de openbare sector, in schuldbewijzen van de Amerikaanse overheid.

Van het midden van de jaren negentig tot 2000 brachten vooral Europese (particuliere) investeerders kapitaal aan. Oorspronkelijk waren dat voornamelijk beleggingen in schuldbewijzen, wat onder meer te maken had met het positieve renteverskil tijdens een groot gedeelte van die periode, ten opzichte van het eurogebied; in het kader van de sterke productiviteitsgroei van de Amerikaanse economie nam die kapitaaltoevoer vanaf 1997 ook de vorm aan van BDI en aandelenbeleggingen. Behalve de verwachte

GRAFIEK 6 NETTO FINANCIËLE STROMEN NAAR DE VERENIGDE STATEN VOLGENS REGIO VAN HERKOMST EN VOLGENS BELEGGINGSINSTRUMENT

(miljarden dollars)



Bron : US Treasury.

hogere rendementen kunnen ook de relatief liquide financiële markten in de Verenigde Staten, een herschikking van de valutasamenstelling van portfolio's, meer bepaald tijdens de aanloop naar de EMU, en een versoepeling in de regelgeving, bijvoorbeeld voor de buitenlandse beleggingen van pensioenfondsen, een rol hebben gespeeld bij het ontstaan van die kapitaalstromen.

De verwachtingen ten aanzien van het rendement van de investeringen in de zogenoemde «nieuwe economie» bleken achteraf te optimistisch. Als gevolg van het uiteenspatten van de technologiezeepbel leden Europese investeerders en beleggers zware verliezen. Toen duidelijk werd dat de verwachte rendementen niet zouden worden bewaarheid, liep de instroom van BDI en aandelenbeleggingen vanaf 2001 scherp terug; in 2003 en 2004 sloeg hij zelfs om in een kapitaaluitstroom. Ceteris paribus zou deze geringere instroom onvermijdelijk

moeten hebben geleid tot een daling van het Amerikaanse lopende tekort, met name onder invloed van een groei-vertraging in de Verenigde Staten. Dat was evenwel niet het geval aangezien de verminderde kapitaalinstroom ruimschoots werd gecompenseerd door een aanzienlijke kapitaalinstroom uit hoofde van bedrijfs- en overheidsobligaties. Parallel met het ruimere aandeel van schuldbewijzen in de financiële rekening van de Verenigde Staten nam ook het belang van Azië in deze beleggingen toe⁽¹⁾.

Beschouwd naar type belegger is het grotere aandeel van de schuldbewijzen in de nettokapitaalvoer van de Verenigde Staten sedert 2002 gepaard gegaan met een forse toename van de financiering door buitenlandse officiële instanties, hoofdzakelijk uit Azië en vooral in de vorm van schuldbewijzen van de overheid, met name van de US Treasury.

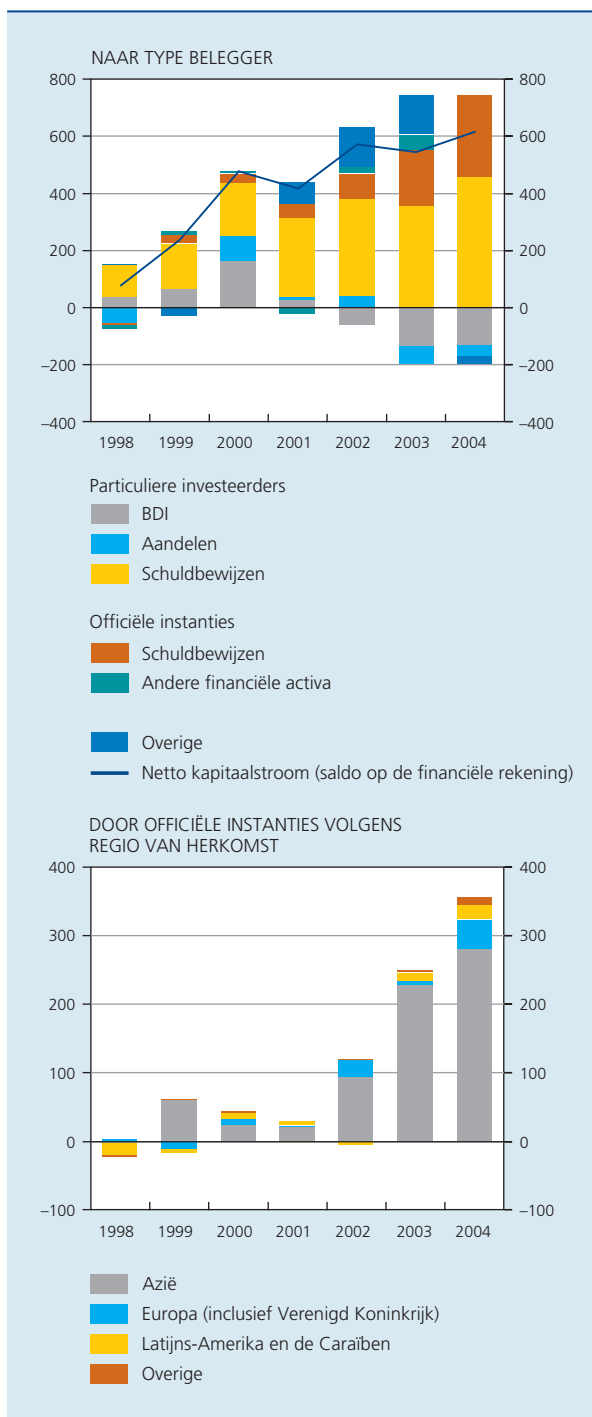
De opbouw van aanzienlijke officiële reserves door Aziatische centrale banken, in combinatie met gegevens die erop wijzen dat de wereldwijde stijging van de valutareserves tijdens de afgelopen jaren overwegend toe te schrijven was aan de toename van de dollarreserves, is een indicatie dat het vooral de centrale banken van de betrokken landen zijn die deze aankopen verrichtten. Japan bouwde de meeste officiële reserves op, hoewel ook China op dit vlak zeer actief was. Rekening houdend met het geringere gewicht dat Taiwan, Korea en India in de wereldeconomie vertegenwoordigen, kan de vorming van reserves ook in die landen als uitzonderlijk worden bestempeld.

(1) Er zij opgemerkt dat de opsplitsing naar regio van herkomst alleen kan worden gemaakt op basis van de plaats waar de transactie plaatshad en niet op basis van het land van herkomst van de koper. Dat verklaart bijvoorbeeld de prominente plaats van het Verenigd Koninkrijk: het ziet er naar uit dat veel transacties in Amerikaanse financiële instrumenten met ingezetenen uit het eurogebied, de OPEC-landen of zelfs Azië via de Londense City verlopen. Om diezelfde reden neemt ook het belang van het Caraïbisch gebied de laatste jaren toe («offshore centers»). Die «centers» zijn in de grafiek opgenomen in de rubriek «rest van de wereld». De opsplitsing naar regio van herkomst van de nettokapitaalinstroom naar de Verenigde Staten heeft dan ook slechts een indicatieve waarde.

GRAFIEK 7

NETTO FINANCIËLE STROMEN NAAR DE VERENIGDE STATEN, NAAR TYPE BELEGGER EN DOOR OFFICIËLE INSTANTIES VOLGENS REGIO VAN HERKOMST

(mijarden dollars)



Bron : BEA.

3. Is de huidige situatie houdbaar?

Het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten heeft dus uitzonderlijk grote proporties aangenomen, zowel vanuit Amerikaans oogpunt als vanuit een internationale invalshoek. Het is dus niet te verwonderen dat de bezorgdheid over de houdbaarheid van de evenwichtsverstoringen de laatste jaren fors is toegenomen.

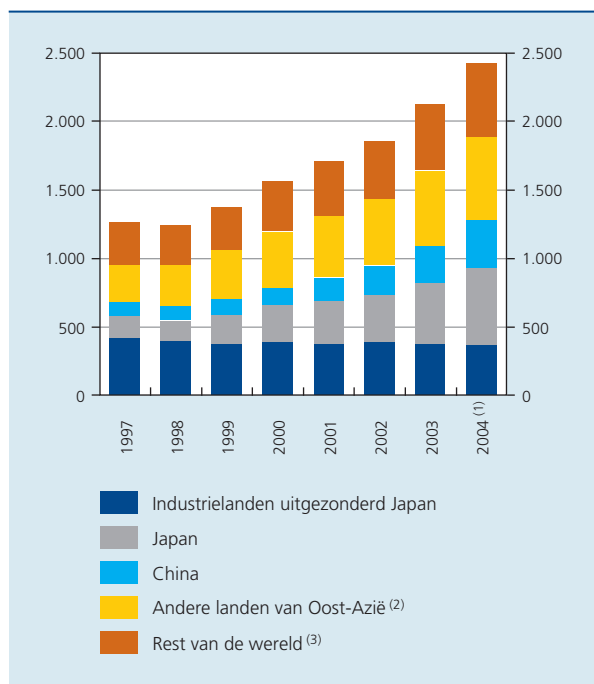
Een omvangrijk tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans of een hoge schuld tegenover het buitenland is niet noodzakelijk onhoudbaar; het hoeft evenmin een bron van instabiliteit te betekenen. Zolang buitenlandse beleggers overtuigd blijven van de rentabiliteit van hun belegging en van het vermogen van de schuldenaar om zijn buitenlandse schuldverplichtingen na te komen, zullen zij immers bereid blijven zijn kapitaalbehoeften te financieren en kan de situatie worden bestendig.

In dat verband rijst de vraag of de vergelijking tussen de Verenigde Staten en andere landen opgaat. De idee vindt immers steeds meer weerklank dat de Verenigde Staten, vanwege hun leidinggevende rol in het internationale financiële systeem, niet als andere landen in soortgelijke omstandigheden moeten vrezen voor een plotse teruggang in de financieringsstroom van hun tekort. Niet alleen beschikken de Verenigde Staten over zeer diepe financiële markten waardoor beleggers hoe dan ook vlot een gediversifieerde portefeuille kunnen aanleggen enkel en alleen in dollaractiva, bovendien is de dollar nog steeds de belangrijkste internationale valuta onder meer voor handelstransacties en voor valutareserves van centrale banken. Om die redenen zouden verdere tekorten op de Amerikaanse lopende rekening nog geruime tijd vrij probleemloos kunnen worden gefinancierd door buitenlandse particuliere investeerders en officiële instanties.

In die context omschrijven Michael Dooley, David Folkerts-Landau en Peter Garber in een reeks belangrijke papers⁽¹⁾ het huidige internationale monetaire stelsel zelfs als een soort «herrezen» Bretton Woods-stelsel. Er zijn immers inderdaad een aantal gelijkenissen met die naoorlogse periode. Om te beginnen hanteren een aantal Aziatische landen, waaronder China, op dit ogenblik formeel of informeel een vaste of zo goed als vaste wisselkoers tegenover de dollar. Dit lijkt op een informele dollarstandaard die sterk doet denken aan de goud-dollarstandaard van het oorspronkelijke Bretton

(1) Dooley, Folkerts-Landau, and Garber (2003, 2004a, 2004b).

GRAFIEK 8 OFFICIËLE RESERVES
(uitstaande bedragen in miljarden SDR's, einde periode, ongerekend goud)



Bron : IMF.

(1) September 2004.

(2) Filipijnen, Hongkong, India, Indonesië, Korea, Maleisië, Singapore, Taiwan en Thailand.

(3) Niet-geïndustrialiseerde landen van Europa, andere Aziatische landen, Midden-Oosten, Latijns-Amerika en Afrika.

Woods-stelsel. Voorts heeft de accumulatie van dollarreserves door verschillende Aziatische landen, een gevolg van de interventies die nodig waren om een opwaardering van hun valuta's tegenover de dollar te voorkomen, de laatste jaren significant bijgedragen zowel tot de exportgeleide groeistrategie van die landen als tot de financiering van het Amerikaanse lopende deficit. Zo kunnen de Verenigde Staten, precies zoals in het oorspronkelijke Bretton Woods-stelsel, nog steeds worden beschouwd als de « kernnatie » die het voorrecht van emissie van de belangrijkste internationale reservevaluta geniet, en zijn de landen uit de « periferie » bereid die dollars aan te kopen teneinde een inhaalgroei te bewerkstelligen. Tegen de achtergrond van de integratie van nieuwe landen in de internationale economie is die « periferie », in vergelijking met het oorspronkelijke Bretton Woods-stelsel, echter grotendeels verplaatst van Europa en Japan naar de rest van Oost-Azië.

Tijdens de afgelopen jaren heeft de constellatie van de wisselkoersen in het kader van dit « nieuwe » Bretton Woods verschillende regio's in de wereld ongetwijfeld een aantal wederzijdse voordelen geboden. Voor de Aziatische

landen strookt dit wisselkoersbeleid met hun exportgerichte groeistrategie. De Verenigde Staten, van hun kant, hebben de voorbije jaren in de centrale banken van de Aziatische « periferie » een niet onbelangrijk financier van hun lopend tekort gevonden. Daar komt nog bij dat de sterke dollar ervoor heeft gezorgd dat de invoerprijzen in de Verenigde Staten minder zijn gestegen, waardoor de inflatoire spanningen werden gedrukt. Hierdoor kon de Amerikaanse groei blijven steunen op de expansie van de binnenlandse vraag, die overigens een stuwende kracht is geweest achter de groei in de rest van de wereld.

Er mag evenwel worden aangenomen dat de wisselkoersverhoudingen, die in de « nieuwe » Bretton Woods-constellatie kunstmatig worden aangehouden, een aantal distorsies hebben teweeggebracht.

In de Verenigde Staten kunnen er scheefftrekkingen ontstaan zijn in de bestedingen. Wisselkoersinterventies door Aziatische centrale banken ondersteunden de dollar, wat de Amerikaanse invoer op kunstmatige wijze extra stimuleerde, vooral die van goedkope Aziatische producten. Tegelijk kunnen de beleggingen, door deze centrale banken, in schuldbewijzen van de Amerikaanse overheid bijgedragen hebben tot een, ondanks het oplopende begrotingstekort, relatief lage rente⁽¹⁾ die normaliter de consumptie en de vraag naar woningen aanmoedigde en derhalve, direct of indirect – onder meer via vermogens-effecten als gevolg van de hogere woningprijzen –, bijdroeg tot de verdere daling van de Amerikaanse particuliere spaarquote. Het verzwakte concurrentievermogen zou daarentegen de investeringen in verhandelbare producten, die uiteindelijk de basis moeten vormen voor het exportvermogen en de reductie van het handelstekort, hebben afgeremd. Tegen de achtergrond van de historisch lage spaarquote van de gezinnen wordt vaak gewaarschuwd voor een eventuele ingrijpende correctie van de interne evenwichtsverstoringen in de Verenigde Staten, bijvoorbeeld indien het Amerikaanse gezinsvermogen, vergeleken met de afgelopen jaren, significant trager zou gaan groeien.

Hoewel de wisselkoersverhoudingen de uitvoergerichte groei in menig Aziatisch land ondersteunen, brengen ze voor deze regio ook aanzienlijke kosten mee. Zo kan het beleid van vaste wisselkoersen in een aantal van die landen in mindere of meerdere mate gepaard zijn gegaan met een verlies aan controle over de geldgroei. Sommige waarnemers zien hierin een gevaar voor een buitensporige geldgroei die, bijvoorbeeld in de vastgoedsector,

(1) In Roubini and Setser (2005), pg. 8-10, wordt gesteld dat de ramingen van het neerwaartse effect van deze beleggingen in dollar op de Amerikaanse rente sterk uiteenlopen en naar gelang van de bron variëren tussen 40 en ongeveer 200 basispunten.

een zeepbel kan opblazen met mogelijkserwijs ernstige gevolgen, mede vanwege de zwakte van de financiële sector in sommige van die landen. Hierbij wordt ook verwezen naar de ervaring van Japan aan het einde van de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig toen op de vastgoed- en aandelenmarkten van dat land een speculatieve zeepbel uiteenspatte waarvan de gevolgen nog steeds voelbaar zijn in de Japanse economie. Ook impliceert de «nieuwe» Bretton Woods-constellatie volgens sommige waarnemers⁽¹⁾ een internationale risicoruil waarbij de Aziatische regio, enerzijds, financiële middelen exporteert die worden belegd in Amerikaans kwaliteitspapier van de overheid en, anderzijds, kapitaal importeert dat in de binnenlandse economie wordt belegd in meer risicodragende activa, bijvoorbeeld aandelen en obligaties van middelmatige of lage kwaliteit, of in BDI. Deze internationale risicoruil kan in de bewuste economieën een rem zetten op de ontwikkeling van de financiële markten. Tevens kan het aanhouden van omvangrijke dollarreserves voor deze landen, met uitzondering van Japan, hoge opportuniteitskosten met zich brengen aangezien de opbrengst van risicovrije Amerikaanse schuldbewijzen doorgaans lager ligt dan de eventuele opbrengst van een belegging in binnenlandse activa. En tot slot, maar niet onbelangrijk, lopen deze centrale banken een zwaar wisselrisico op hun reserves: indien de koppeling van hun valuta's aan de dollar wordt opgegeven, is het potentiële waardeverlies aanzienlijk.

In dit verband leren bepaalde studies, waaronder die van het IMF⁽²⁾, dat sommige Aziatische landen sedert de crisis in die regio buitensporig veel deviezenreserves hebben aangelegd. De valutareserves van verschillende Aziatische centrale banken zijn inderdaad niet alleen in absolute waarden aanzienlijk toegenomen, maar ook in verhouding tot de invoer of tot de buitenlandse schuld op korte termijn van het betrokken land. Deze laatste verhouding wordt vaak als een betrouwbare indicator beschouwd van de kwetsbaarheid van een land voor een financiële crisis. Op basis van empirisch onderzoek komt het IMF tot de vaststelling dat een verhouding van de reserves tot de korte-termijnschuld ten belope van 1 een kritische waarde vormt. In een aantal Aziatische landen zijn de reserves in verhouding tot de korte-termijnschuld fors opgelopen en wordt deze kritische waarde soms flink overschreden. Dat is het geval in Thailand, India, Taiwan en, vooral, China. Uit een analyse van de factoren die over het algemeen een normale opbouw van deviezenreserves kunnen verantwoorden, leidt het IMF tevens af dat de omvang van de deviezenreserves van de Aziatische opkomende landen

van 1997 tot 2001 nog spoorde met het verloop van de onderliggende verklarende variabelen, terwijl dat vanaf 2002 niet langer het geval is.

Gelet op het succes van de gevolgde groeistrategie zullen de Aziatische monetaire autoriteiten hun huidige beleid vermoedelijk nog een tijdlang voortzetten, al was het maar ter voorkoming van een onverhoedse appreciatie van hun valuta's tegenover de dollar of ter bescherming van hun zwakke financiële sectoren. Dit neemt niet weg dat de huidige constellatie van wisselkoersen en financiële stromen in vrij belangrijke mate steunt op de eenzijdige bereidheid van die autoriteiten om het aanzienlijke lopende tekort van de Verenigde Staten tegen gunstige voorwaarden te blijven financieren. Dit maakt de Amerikaanse economie kwetsbaar voor een plotse linge vermindering van die bereidwilligheid en houdt een niet te onderschatten risico in voor de wereldeconomie. In tegenstelling tot het oorspronkelijke Bretton Woodsstelsel, waarin de waarde van de dollar werd gewaarborgd door de converteerbaarheid, tegen een vaste prijs, van de dollar tegen goud, is er in de huidige constellatie geen institutioneel arrangement dat het behoud van het stelsel door de landen van de «periferie» verzekert. Bovendien is zelfs het oorspronkelijke Bretton Woods-arrangement uiteindelijk niet bestand gebleken tegen de druk van fundamentele evenwichtsverstoringen.

Zoals B. Eichengreen⁽³⁾ opmerkt, is de wereld sedert de teloorgang van het originele Bretton Woods-stelsel overigens ingrijpend veranderd. De landen die de «periferie» uitmaken, zijn vandaag talrijker en heterogener dan ten tijde van Bretton Woods, zodat zij misschien minder dan in het oorspronkelijke stelsel bereid zullen zijn om een beleid te voeren in het «gemeenschappelijk belang». Het is dus niet denkbeeldig dat er een «free rider»-probleem ontstaat, wat betekent dat landen die op het ogenblik dat de dollar nog algemeen wordt ondersteund, hun dollarreserves (of een deel ervan) in andere valuta's omzetten in het vooruitzicht van een dollardepreciatie. Tegen de achtergrond van de uitgebreide kapitaalcontroles elders, was beleggen in de Verenigde Staten in de jaren vijftig en zestig verder zowat het enige alternatief voor binnenlandse beleggingen, maar in de huidige situatie kan een wijziging in de groeivoorzichten of in het marktsentiment ingrijpende portefeuilleschikkingen teweegbrengen ten voordele van beleggingen in andere valuta's. Bovendien biedt de euro op dit ogenblik een mogelijk alternatief als internationale reservevaluta.

(1) Onder meer McCauley (2003).

(2) IMF (2003).

(3) Eichengreen (2004).

Tegen een al te grote bezorgdheid over de houdbaarheid van de financiering van het Amerikaanse lopende tekort kan worden ingebracht dat de centrale banken van sommige Aziatische landen zeker niet de enige financieringsbron van dat deficit zijn. Ook in 2003 en 2004 was de financiering immers nog voor een groot deel afkomstig van particuliere investeerders. Die investeringen en beleggingen worden onder meer gestuurd door het verwachte rendement ervan, dat op zijn beurt afhankelijk is van de vooruitzichten inzake de relatieve groeiprestaties van de verschillende economieën. Aangezien de groei in Europa en Japan kennelijk nog steeds wordt gehinderd door structurele belemmeringen en de Verenigde Staten mogelijk nog geruime tijd een hogere groei zullen laten optekenen, zou deze particuliere financiering gewaarborgd kunnen blijven. De particuliere investeerders en beleggers baseren hun vooruitzichten omtrent het verloop van de dollarkoers, een belangrijke determinant van hun rendementsverwachtingen, echter vermoedelijk mede op de houding van de centrale banken terzake. Indien het wisselkoersbeleid in de Aziatische landen ingrijpend zou worden gewijzigd, zouden de particuliere beleggers bijgevolg ook veel minder bereid kunnen worden gevonden om dollaractiva aan te houden.

Gelet op de onbetwiste wederzijdse voordelen die de nieuwe Bretton Woods-constellatie belangrijke regio's in de wereld biedt, rijst al met al een belangrijk « exit »-probleem. De ervaring met vaste-wisselkoersstelsels, met name het oorspronkelijke Bretton Woods, leert echter dat het beter is scheeftrekkingen tijdig te corrigeren dan te wachten tot de druk zeer hoog wordt. De risico's van een plotselinge ongeordende correctie van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten zijn immers aanzienlijk, namelijk een mogelijk scherpe daling van de dollarkoers of een forse renteverhoging met ernstige implicaties, niet alleen voor de financiële markten. Het hoeft geen betoog dat dit alles ingrijpende gevolgen zou kunnen hebben voor de economische groei in de Verenigde Staten en in de rest van de wereld.

4. Hoe kan de aanpassing gebeuren ?

4.1 Een correctie uitsluitend via de valutamarkt

Er zijn verschillende scenario's denkbaar volgens welke de mondiale evenwichtsverstoringen kunnen worden gecorrigeerd. Een van de opties (« benign neglect ») bestaat erin zo weinig mogelijk via het economische beleid op de markt in te grijpen en de aanpassing maximaal via een correctie van de wisselkoers te laten verlopen. In een dergelijk scenario kan het risico op een ongeordend

wisselkoers- en renteverloop, veelal veroorzaakt door een vertrouwenscrisis in de dollar, niet worden uitgesloten, te meer daar markten soms de neiging tot overreactie tonen (« overshooting »). Plotselinge buitensporige wisselkoersbewegingen verstoren de werking van een economie doordat ze de economische subjecten niet de tijd geven hun beslissingen op nieuwe randvoorwaarden af te stemmen.

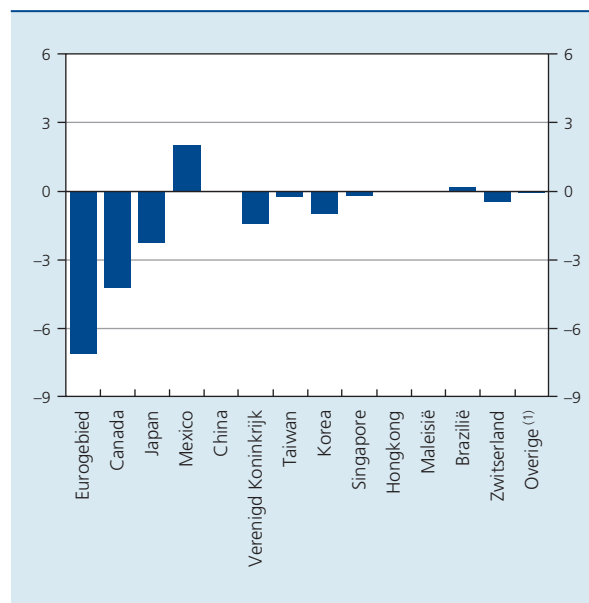
Voorts kan uit de resultaten van simulaties – zoals die welke worden gemaakt aan de hand van het NiGEM-model⁽¹⁾ of die welke de OESO samenstelt op basis van haar Interlink-model⁽²⁾ –, worden afgeleid dat een significante aanpassing van het Amerikaanse lopende tekort, die volledig zou worden overgelaten aan een correctie van de wisselkoers, een aanzienlijke depreciatie van de dollar zou vergen. De OESO-berekeningen wijzen er bijvoorbeeld op dat door een nominaal-effectieve depreciatie van de dollar met 22,5 pct., gespreid over een ruim aantal valuta's met inbegrip van de Aziatische munten, het Amerikaanse lopende tekort slechts matig zou verbeteren, namelijk met 1,3 pct. bbp na een periode van

(1) NiGEM is een omvangrijk econometrisch model van de wereld economie dat werd ontworpen door het Britse National Institute of Economic and Social Research.

(2) OECD (2004).

GRAFIEK 9 DEPRECIATIE VAN DE NOMINAAL-EFFECTIEVE WISSELKOERS VAN DE DOLLAR TUSSEN FEBRUARI 2002 EN APRIL 2005

(bijdragen van de valuta's van de belangrijkste handelspartners in procentpunten)



Bron : Federal Reserve.

(1) Argentinië, Australië, Chili, Colombia, Filipijnen, India, Indonesië, Israël, Rusland, Saudi-Arabië, Thailand, Venezuela en Zweden.

zes jaar. Een volledig evenwichtsherstel op de lopende rekening van de Verenigde Staten, ten belope van 5,7 pct. bbp, zou bijgevolg een zeer zware wisselkoersschok vereisen die de bestaande economische structuur drastisch kan beïnvloeden en vanuit historisch oogpunt eerder uitzonderlijk zou zijn. Bij wijze van vergelijking kan onder meer worden verwezen naar de periode februari 2002 tot april 2005, toen volgens de gegevens van de Federal Reserve de gewogen gemiddelde wisselkoers van de dollar met slechts zowat 15 pct. daalde. De depreciatie van de dollar tegenover de euro vertegenwoordigde ongeveer de helft van deze nominaal-effectieve waardevermindering, wat betekent dat de waardestijging van de euro reeds een ruime bijdrage tot de correctie van de dollarkoers heeft geleverd.

4.2 Mogelijke economische beleidsacties

Het ziet er bijgevolg naar uit dat een aanpassing van de wisselkoersverhoudingen op zich weinig doeltreffend is om de mondiale evenwichtsverstoringen in de lopende rekeningen te corrigeren. Ten behoeve van een geleidelijke en geordende aanpassing wordt er steeds vaker voor gepleit dat de bewuste economieën op verschillende beleidsvlakken gelijktijdige maatregelen ten uitvoer zouden leggen, zoals het terugdringen van de financieringsbehoefte van de Amerikaanse overheid, de implementatie van structurele hervormingen in het

eurogebied en Japan teneinde het groeipotentieel van deze economieën te verhogen, en geleidelijk een grotere wisselkoersflexibiliteit in Azië.

Zoals reeds vermeld, weerspiegelt een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans een intern spaartekort in de bewuste economie. Het is derhalve niet verwonderlijk dat de oplossing voor het probleem van het Amerikaanse lopende deficit vaak wordt gezocht in de richting van een evenwichtsherstel tussen sparen en investeren in dat land, en, gelet op het aanzienlijke overheidstekort, wordt daarbij in de eerste plaats gedacht aan een budgettaire consolidatie. In dat verband suggereren de simulatieresultaten aan de hand van economische modellen dat het Amerikaanse begrotingstekort fors zal moeten verkleinen om op de lopende rekening van dat land een noemenswaardig effect te sorteren. De uiteindelijke macro-economische impact van die consolidatie blijkt immers mede afhankelijk te zijn van de reactie van het particuliere sparen, aangezien een vermindering van het spaartekort van de overheid het particuliere sparen verder kan doen dalen, bijvoorbeeld onder invloed van een soepeler monetair beleid of in het vooruitzicht van lagere belastingen. Zo zou volgens NiGEM een over zes jaar gespreide daling van het Amerikaanse begrotingstekort met 6 pct. bbp, de reële netto-invoer van dat land na afloop van die periode met 1,2 pct. bbp doen verminderen. Deze resultaten stroken tot op zekere hoogte met die welke de OESO heeft verkregen op basis van het Interlink-model en volgens welke een geleidelijke

TABEL 1 EFFECT OP HET SALDO VAN DE LOPENDE REKENING VAN DE VERENIGDE STATEN

	Schok	Effect op de Amerikaanse lopende rekening ⁽¹⁾ na zes jaar
Depreciatie van de nominaal-effectieve wisselkoers van de dollar		
OESO (Interlink)	22,5 pct.	+1,3 pct. bbp
NBB (NiGEM)	25 pct.	+1,0 pct. bbp
Begrotingsconsolidatie in de VS		
OESO (Interlink)	+6 pct. bbp	+2,6 pct. bbp
NBB (NiGEM)	+6 pct. bbp	+1,2 pct. bbp
Combinatie van een wisselkoersschok en begrotingsconsolidatie		
OESO (Interlink)	nominaal-effectieve USD: -15 pct. en begrotingsconsolidatie van 4 pct. bbp	+2,5 pct. bbp
NBB (NiGEM)	nominaal-effectieve USD: -25 pct. en begrotingsconsolidatie van 6 pct. bbp	+2,2 pct. bbp
Snellere groei bij de handelspartners		
Brook, Sédillot and Ollivaud (2004)	bbp eurogebied en Japan +0,5 pct.	+0,2 pct. bbp

Bronnen: Brook, Sédillot and Ollivaud (2004), OESO, NBB.

(1) Reële netto-uitvoer voor de simulaties aan de hand van het NiGEM-model.

daling van het Amerikaanse begrotingstekort met 6 pct. bbp, eveneens gespreid over zes jaar, aanleiding zou geven tot een verbetering van het lopende tekort met 2,6 pct. bbp aan het einde van die periode.

Aangezien zowel een depreciatie van de dollar als een budgettaire consolidatie in de Verenigde Staten elk op zich een aanzienlijke correctie zou vereisen om de Amerikaanse lopende rekening opnieuw in evenwicht te brengen, wordt er vaak voor gepleit de verschillende aanpassingsmechanismen te combineren. Volgens de OESO-berekeningen zou in een scenario waarin zowel de dollar deprecieert met 15 pct. als het Amerikaanse overheidsdeficit wordt verminderd met 4 pct. bbp, het Amerikaanse lopende tekort na zes jaar met 2,5 pct. bbp verkleinen. Op basis van het NiGEM-model wordt een vergelijkbare verbetering van de reële netto-uitvoer verkregen door een daling van het Amerikaanse begrotingstekort met 6 pct. bbp en een extra wisselkoerscorrectie met 25 pct.

Ten slotte is in het tweede deel de in vergelijking met Europa en Japan beduidend hogere economische groei in de Verenigde Staten, vooral tijdens de tweede helft van de jaren negentig, aangeduid als mogelijke oorzaak voor de verslechtering van de Amerikaanse handelsbalans. Een laatste optie kan er bijgevolg in bestaan bij die traditionele handelspartners van de Verenigde Staten een snellere potentiële groei te bewerkstelligen. Het ziet er bijgevolg naar uit dat in die landen een belangrijke rol is weggelegd voor het structurele beleid tot verhoging van de productiviteit en de werkgelegenheid. Volgens sommige onderzoeksresultaten⁽¹⁾ zou een krachtiger groei buiten de Verenigde Staten op de korte tot middellange termijn echter slechts in beperkte mate bijdragen tot de afbouw van het Amerikaanse lopende tekort. Volgens die berekeningen zou een permanente toename van de bbp-groei ten belope van 0,5 procentpunt in het eurogebied en Japan het tekort op de Amerikaanse lopende rekening na verloop van zes jaar met slechts 0,2 pct. bbp doen verminderen. Vooraleer definitief te concluderen dat dit scenario inefficiënt zou zijn, is het evenwel zaak dat dit resultaat nog door andere studies wordt bevestigd.

De omvang van de inspanningen die nodig zijn om het Amerikaanse lopende tekort significant terug te dringen, bewijst nogmaals de ernst van de problematiek en bepleit de noodzaak van simultane economische beleidsmaatregelen in de respectieve betrokken economieën.

4.3 Standpunten en maatregelen van de betrokken economieën

De bezorgdheid over het tekort op de Amerikaanse lopende rekening en het verloop van de wisselkoersen maken niet enkel het voorwerp uit van economisch wetenschappelijk onderzoek, zij staan ook hoog op de agenda van internationale fora zoals de bijeenkomsten van de G-7 of de G-20.

Zo namen de ministers van Financiën en de Gouverneurs van de centrale banken van de G-7 reeds in september 2003 tijdens hun bijeenkomst te Dubai het principe van wisselkoersflexibiliteit in hun communiqué op. Zij onderstreepten tevens het belang van de groei van de productiviteit en de werkgelegenheid in de G-7, zonder daarbij evenwel nader in te gaan op de verantwoordelijkheid van iedere betrokken economie. De plotselinge koersdaling van de dollar eind 2003 en begin 2004, voornamelijk tegenover de euro, was een indicatie dat de eigenlijke intenties van het Dubai-communiqué, namelijk een grotere wisselkoersflexibiliteit in Azië, door de marktpartijen niet werden aangevoeld. In de communiqués naar aanleiding van de bijeenkomsten van de G-7 in februari en april 2004 werd derhalve gepreciseerd dat een buitensporige volatiliteit op de valutamarkten en ongeordende wisselkoersschommelingen niet raadzaam zijn en werd de wenselijkheid van een grotere wisselkoersflexibiliteit meer afgestemd op de situatie van landen met een vast wisselkoersbeleid zoals de Aziatische landen: « *we emphasize that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries or economic areas that lack such flexibility to promote smooth and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms* ». Ook werd toen de rol beklemtoond van economische beleidsaanpassingen – met name op het vlak van het begrotingsbeleid in de Verenigde Staten en van structurele maatregelen om de groei in Europa en Japan te stimuleren –, in de aanpak van de mondiale lopende evenwichtsverstoringen. In de daaropvolgende communiqués trad het belang van de macro-economische en structurele politiek in het herstel van de mondiale evenwichtsverstoringen nog sterker op de voorgrond en werd de boodschap dat een buitensporige wisselkoersvolatiliteit niet wenselijk en een grotere wisselkoersflexibiliteit wel wenselijk is, nogmaals herhaald, met name naar aanleiding van de bijeenkomst van de G-20 in november 2004 en van de G-7 in februari en april 2005.

(1) Brook, Sédillot and Ollivaud (2004).

Soms verhullen deze gemeenschappelijke standpunten echter uiteenlopende opvattingen aangaande meer concrete oplossingen voor de mondiale evenwichtsverstoringen. De Verenigde Staten kennen doorgaans liever een grotere rol toe aan de marktmechanismen en dringen er dus bij hun Aziatische partners op aan hun wisselkoers te laten vloten. Bovendien zouden de handelspartners van de Verenigde Staten moeten trachten hun economische groei te stimuleren. Niettemin hebben de Amerikaanse autoriteiten er zich toe verbonden de begrotingsconsolidatie voort te zetten en begin 2005 hebben ze voor het belastingjaar 2006 een ontwerpbegroting voorgesteld waarin zij hun standpunt concreter maakten: uitgedrukt in procenten bbp zou het begrotingssaldo tussen 2005 en 2009 met meer dan de helft moeten worden gereduceerd.

Van Europese zijde beklemtoont de ECB dat de snelle appreciatie, eind 2004, van de euro ten opzichte van de dollar niet welkom was en dat de Verenigde Staten een belangrijke bijdrage kunnen leveren tot de vermindering van hun lopende tekort via een bijsturing van hun begroting en een verhoging van de nationale besparingen⁽¹⁾.

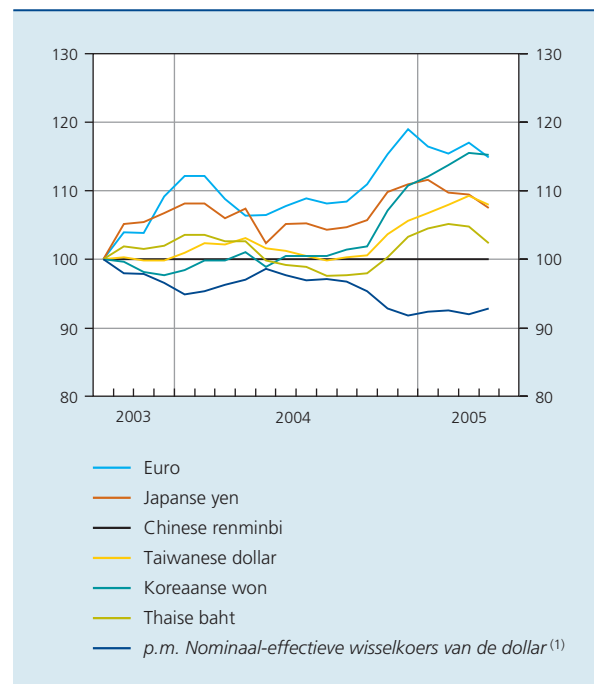
Japan deelt de bezorgdheid van het Eurosysteem over de risico's van de scherpe daling van de dollar aangezien het herstel van de Japanse economie nog zeer broos is. Die daling van de dollarkoers zou immers aanleiding geven tot een verkrapping van de monetaire voorwaarden in Japan en derhalve het zeer accommoderende beleid van de Bank of Japan doorkruisen.

De Chinese autoriteiten, van hun kant, leggen de nadruk op de noodzakelijke voorwaarden om de stap te zetten naar een flexibeler wisselkoersstelsel, meer bepaald een stabiele economische omgeving en een gezond financieel stelsel. In dat verband zijn reeds maatregelen genomen. Zo werd het hervormingsproces van de banken vanaf 2003 versneld door een kapitaalinjectie in twee van de vier commerciële overheidsbanken die een dominerende rol spelen in de banksector en die, vanwege de omvang van de dubieuze vorderingen, een povere financiële structuur hadden. Uit vrees voor een toename van deze vorderingen namen de Chinese autoriteiten in 2004 een reeks maatregelen om de overmatige kredietverlening af te remmen. Bovendien zijn recentelijk bepaalde maatregelen getroffen die de richting uitgaan van een toegenomen liberalisering van het kapitaalverkeer. Toch lijkt China niet van plan te zijn op de korte termijn zijn wisselkoersbeleid te wijzigen en voert als argument

hiervoor onder meer aan dat de vaak gesuggereerde onderwaardering van de renminbi helemaal niet vaststaat. Hoewel sommige factoren lijken te wijzen op een zekere onderwaardering van de Chinese valuta, zoals de omvang van het Chinese handelsoverschot ten opzichte van de Verenigde Staten en de zeer sterke groei van de deviezenreserves, wordt die conclusie door andere feiten niet gestaafd. Zo heeft China bijvoorbeeld een handels tekort ten opzichte van de andere opkomende Aziatische economieën als gevolg van zijn « assemblage »-positie in de regionale productieketen.

Zoals reeds vermeld, blijven ook de meeste andere Aziatische economieën buiten Japan, net als China, een strategie van (nagenoeg) vaste wisselkoersen voeren uit vrees voor een verlies aan concurrentievermogen, in eerste instantie binnen de regio. Er rijst dus een probleem inzake collectief optreden, wat de overgang naar flexibeler wisselkoersen in Azië kan afremmen. Niettemin heeft Zuid-Korea recentelijk zijn valuta ten opzichte van de dollar in waarde laten stijgen; de koers van die munt is tussen januari 2004 en april 2005 met bijna 17 pct. verstevigd, de sterkste toename bij de voornaamste handelspartners van de Verenigde Staten. Over dezelfde periode steeg de

GRAFIEK 10 WISSELKOERS VAN DE EURO EN DE BELANGRIJKSTE AZIATISCHE VALUTA'S TEN OPZICHT VAN DE DOLLAR
(indexcijfers september 2003 = 100)



Bron: Federal Reserve.

(1) Ten opzichte van de valuta's van een ruime groep belangrijke handelspartners van de Verenigde Staten.

(1) Trichet (2004), Issing (2003).

Taiwanese dollar met 7 pct. Vanaf oktober 2004 was ook de Thaise baht opwaarts gericht en aan het einde van 2004 versnelde de waardeinstijging van de yen. Hoewel deze bewegingen doen vermoeden dat die landen hun strategie beginnen om te buigen⁽¹⁾, is het voorbarig om nu reeds te concluderen dat zij hun beleid van accumulatie van valuta-reserves fundamenteel en definitief wijzigen en dat zij derhalve reeds hebben geopteerd voor een grotere flexibiliteit van hun wisselkoers.

Conclusie

Een van de meest opvallende kenmerken van de wereld-economie vandaag is het enorme tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten. Niet alleen in de eigen naoorlogse geschiedenis van de Verenigde Staten is de omvang van dat tekort zonder voorgaande, ook vanuit een internationaal perspectief blijkt het vrij uitzonderlijk te zijn. De huidige situatie is bovendien bijzonder omdat tegenover het Amerikaanse tekort voor bijna elke andere regio een overschot staat, zodat op dit ogenblik terecht gewag kan worden gemaakt van een mondiale problematiek.

De in de jaren negentig opgetekende stijging van het lopende tekort op de Amerikaanse betalingsbalans is vrijwel integraal toe te schrijven aan de verslechtering van de goederenbalans, die te wijten was aan, onder meer, de relatief snellere groei van de Amerikaanse economie ten opzichte van haar traditionele handelspartners, een zekere voorkeur van de Amerikanen voor buitenlandse goederen, de integratie van China in de wereld-economie en, vermoedelijk, een vertraagde impact van de scherpe appreciatie van de dollar tussen medio 1995 en eind 2001. Het Amerikaanse lopende deficit weerspiegelt tevens een intern spaartekort dat aanvankelijk te wijten was zowel aan een acceleratie van de investeringen tegen de achtergrond van een aanhoudend stevige productiviteitsgroei als aan lagere particuliere besparingen. De scherpe terugloop van de investeringen leidde in 2002 en 2003 tot een evenwichtsherstel op de particuliere spaar-investeringsbalans, maar in die periode sloeg het financieringsoverschot van de overheid om in een aanzienlijk tekort. Bijgevolg dook opnieuw een zogeheten « tweelingtekort » op, waar in 2004 nog een andermaal negatief geworden particuliere spaar-investeringsbalans bijkwam. Rond de millenniumwissel is ook de financieringswijze van het Amerikaanse lopende tekort opmerkelijk gewijzigd. Zo hebben beleggingen door Aziatische officiële instanties in schuldbewijzen

van de Amerikaanse overheid in belangrijke mate de plaats ingenomen van uit Europa afkomstige particuliere buitenlandse directe investeringen en beleggingen in aandelen.

Gelet op de omvang van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten is het niet verwonderlijk dat de bezorgdheid over de houdbaarheid van die evenwichtsverstoring de laatste jaren fors is toegenomen. Soms wordt echter aangevoerd dat de Verenigde Staten, vanwege hun leidinggevende rol in het internationale financiële systeem, niet zoals andere landen in soortgelijke omstandigheden een aanval op hun valuta moeten vrezen. Volgens een bepaalde invloedrijke stroming in de economische literatuur kan het huidige internationale systeem zelfs als een « herrezen » Bretton Woods-stelsel worden beschouwd. Een aantal Oost-Aziatische landen, waaronder China, hanteren immers een vaste of bijna vaste wisselkoers tegenover de dollar, wat doet denken aan een informele dollarstandaard. Net als in het oorspronkelijke Bretton Woods-stelsel, kunnen de Verenigde Staten bovendien nog steeds worden beschouwd als de « kernnatie » die het voorrecht van emissie van de belangrijkste internationale reservevaluta geniet, en zijn de landen uit de « periferie » bereid die dollars aan te kopen teneinde een inhaalgroei te bewerkstelligen.

Dit neemt niet weg dat deze wisselkoersverhoudingen aanleiding hebben kunnen geven tot scheeftrekkingen in de bestedingen van de Verenigde Staten, terwijl de Aziatische landen af te rekenen krijgen met een groter wordend wisselrisico op hun officiële reserves en hoge opportuniteitskosten van hun interventies, alsook met toenemende moeilijkheden om de liquiditeitscreatie als gevolg van de interventies te neutraliseren. Bovendien is er nu, in tegenstelling tot het oorspronkelijke Bretton Woods-stelsel, geen institutioneel arrangement dat de bestaande situatie bestendigt.

Er zijn verschillende scenario's denkbaar via welke de mondiale evenwichtsverstoringen kunnen worden gecorrigeerd. Een van de mogelijkheden bestaat erin de aanpassing maximaal via een correctie van de wisselkoers te laten verlopen. In een dergelijk scenario valt het risico op een ongeordend wisselkoers- en renteverloop evenwel niet uit te sluiten en bovendien blijkt uit de resultaten van modelsimulaties dat een significante aanpassing van het Amerikaanse lopende tekort een aanzienlijke depreciatie van de dollar zou vereisen. Het ziet er bijgevolg naar uit dat een correctie van de wisselkoersverhoudingen op zich weinig doeltreffend is. Blijkbaar valt evenmin veel heil te verwachten van afzonderlijke beleidsmatige ingrepen zoals het terugdringen van de financieringsbehoefte van de Amerikaanse overheid of de tenuitvoerlegging van

(1) Buiten Azië heeft Rusland onlangs te kennen gegeven zijn valuta los te willen koppelen van de dollar teneinde zijn munt meer af te stemmen op de euro.

structurele hervormingen in het eurogebied en Japan teneinde het groeipotentieel van deze economieën te verhogen. Om een geleidelijke en geordende aanpassing te verzekeren, lijken deze resultaten er derhalve voor te pleiten om in de bewuste economieën op verschillende beleidsvlakken gelijktijdig maatregelen ten uitvoer te leggen, onder meer het streven naar geleidelijk meer wisselkoersflexibiliteit in Azië.

De bezorgdheid over de mondiale evenwichtsverstoringen en het verloop van de wisselkoersverhoudingen evenals het zoeken naar oplossingen staan ook hoog op de agenda van internationale fora zoals de bijeenkomsten van de G-7 of de G-20. In de communiqués naar aanleiding van deze bijeenkomsten treedt eveneens de noodzaak van een gezamenlijke aanpak in het corrigeren

van de mondiale evenwichtsverstoringen steeds meer op de voorgrond en wordt telkens weer beklemtoond dat buitensporige wisselkoersvolatiliteit niet raadzaam is. Hoewel de Verenigde Staten doorgaans liever een grotere rol toekennen aan de marktmechanismen, hebben ze begin 2005 een ontwerpbegroting voorgesteld volgens welke het begrotingstekort tegen 2009 moet zijn gehalveerd. China, van zijn kant, heeft te kennen gegeven dat bepaalde noodzakelijke voorwaarden moeten zijn vervuld, meer bepaald een stabiele economische omgeving en een gezond financieel stelsel, vooraleer op de middellange termijn eventueel de stap kan worden gezet naar een flexibeler wisselkoersstelsel. Europa en Japan, ten slotte, hebben er zich toe verbonden door te gaan met de tenuitvoerlegging van structurele maatregelen die het groeipotentieel van hun economie kunnen verhogen.

Bibliografie

BIS (2003), « China's capital account liberalisation: international perspectives », *BIS Papers*, 15.

BIS (2004), *74th Annual Report*.

Blanchard O., F. Giavazzi and F. Sa (2005), « The US Current Account and the Dollar », *MIT Department of Economics Working Paper Series*, 05-02.

Brook A.-M., Sédillot, F. and Ollivaud, P. (2004), « Channels for narrowing the US current account deficit and implications for other economies », OECD, *Economics Department Working Papers*, n° 390.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau and P. Garber (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper Series*, 9971.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau and P. Garber (2004), « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », *NBER Working Paper Series*, 10626.

Dooley M.P., D. Fokerts-Landau and P. Garber (2004), « The Revived Bretton Woods System: the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », *NBER Working Paper Series*, 10332.

Eichengreen B. (2004), « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper Series*, 10497.

IMF (2002), *World Economic Outlook*, September.

IMF (2003), *World Economic Outlook*, September.

Issing O. (2003), *8th Annual Conference Europe and the US: Partners and Competitors – New paths for the future*, Speech, London, 28 October.

McCauley R.N. (2003), « Capital flows in East Asia since the 1997 crisis », *BIS Quarterly Review*, June.

OECD (2004), « Chapter V: the Challenges of Narrowing the US Current Account Deficit », *the OECD Economic Outlook*, 75, June.

Roubini N. and B. Setser, (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*, mimeo.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2003), Dubai, September.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Boca Raton, Florida, February.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Washington DC, April.

Statement of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (2004), Berlin, November.

Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2005), London, February.

Summers L.H. (2004), « The US Current Account Deficit and the Global Economy », *The Per Jacobson Lecture*.

Trichet J.C. (2004), *Introductory statement to the press conference. Questions and answers.*, December.