

Herbalancering van de wereldeconomie

P. Butzen
W. Melyn
W. Vandevyvere

Inleiding

Aan het einde van 2008 escaleerde de financiële crisis waardoor de meeste geavanceerde landen in een diepe recessie belandden. Ook de opkomende economieën werden getroffen doordat de kapitaalstromen opdroogden en de internationale handel ineenstortte. Een en ander veroorzaakte voor het eerst in decennia een inkrimping van het mondiale bbp, dit in tegenstelling tot de vaak zeer krachtige economische groei van de jaren voordien.

Dankzij grootschalige budgettaire relanceplannen en een uiterst accommoderend monetair beleid, heeft de mondiale economie zich geleidelijk weten te herstellen. Het blijft evenwel erg onzeker wanneer en zelfs of de wereldeconomie opnieuw zal kunnen aanknopen bij het groeitempo van vóór de crisis, temeer daar deze dynamiek in tal van landen grotendeels berustte op macro-economische distorsies. Zo werden enkele westerse economieën gekenmerkt door een snelle groei van het krediet, zeepbellen in de activaprijzen en buitengewoon lage spaarquoten; in verschillende opkomende landen bleken de prijzen relatief scheefgetrokken, waren de financiële markten weinig ontwikkeld en de spaarniveaus buitensporig hoog. Deze onevenwichten kwamen het duidelijkst tot uiting in de toenemende overschotten en tekorten op de lopende rekeningen van de betalingsbalans. Tal van waarnemers hebben er verschillende jaren lang voor gewaarschuwd dat deze situatie onhoudbaar was. Men is het er ook algemeen over eens dat deze onevenwichten het ontstaan van de financiële crisis in de hand hebben gewerkt.

De recente verschuivingen in de wereldvraag (doordat sommige landen zwaarder dan andere door de financiële

crisis werden getroffen of doordat sommige overheden over een grotere budgettaire ruimte voor een herstelbeleid beschikten dan andere) hebben tot dusver het externe onevenwicht tussen landen gedeeltelijk gecorrigeerd. Een krachtig en duurzaam herstel van de wereldeconomie vergt echter een fundamenteel meer evenwichtige groei van de wereldvraag, wat impliceert dat interne distorsies in het groeipatroon van landen duurzaam worden weg-gewerkt. Dit is geen sinecure en vereist een mondiale en gecoördineerde aanpak, waarbij alle regio's hun verantwoordelijkheid dragen. Het duidelijk engagement dat de leiders van de G20 eind september 2009 tijdens de top van Pittsburgh hebben aangegaan, stemt echter tot hoop. In het « Framework for strong, sustainable and balanced growth » werd overeengekomen dat tekortlanden het particuliere sparen zouden ondersteunen en werk zouden maken van begrotingsconsolidatie. De keerzijde hiervan is dat deze landen, en meer bepaald de VS, vele jaren lang niet meer de rol van *world spender of last resort* zullen spelen. Er is derhalve een taak weggelegd voor de surpluslanden, onder meer in Azië, om de wereldvraag te ondersteunen. Hiertoe moeten de « binnenlandse groeibronnen » worden versterkt via, onder meer, een beleid dat het private sparen afremt en een verschuiving van de exportgerichte bedrijfstakken naar de dienstenbranches in de hand werkt. Hoewel verschillende landen reeds een reeks beleidsmaatregelen in de goede richting hebben genomen, vergt het opnieuw in balans brengen van de wereldvraag nog vele ingrijpende structurele hervormingen in tal van domeinen en regio's. Dit kondigt zich aan als een langdurig proces op de weg naar een nieuw mondiaal evenwicht waar de economische groei tijdelijk onder kan lijden en dat ook de komende jaren het centraal thema zal blijven op internationale fora.

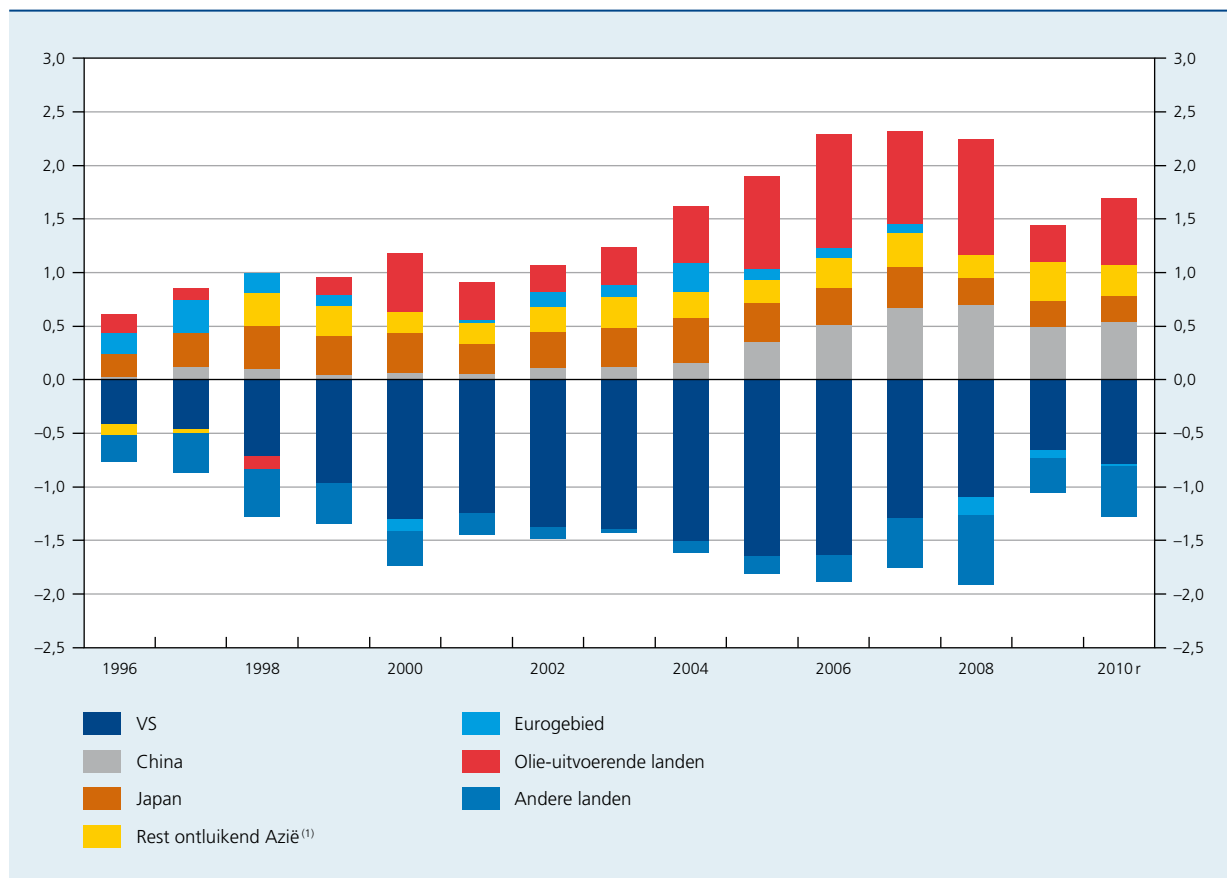
Dit artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste hoofdstuk wordt stilgestaan bij de ontwikkeling, sinds het midden van de jaren negentig, van de distorsies in enkele belangrijke landen en regio's. Externe onevenwichten waren een symptoom van onderliggende binnenlandse ontwrichtingen. De saldi op de lopende rekening worden daarom geanalyseerd vanuit het oogpunt van de spaar- en investeringsbeslissingen van particulieren, bedrijven en overheden. De verbintenissen die in het kader van de G20-top in Pittsburgh zijn aangegaan worden in hoofdstuk twee nader toegelicht. In het derde hoofdstuk wordt nagegaan wat de concrete beleidsimplicaties zijn voor deficit- en surpluslanden. In het vierde hoofdstuk tot slot wordt nagetrokken in hoeverre het herstel van de wereldeconomie nu reeds *strong, sustained and balanced* is, zoals de G20 dat ambieert.

1. Ontwikkeling van de mondiale onevenwichten

De mondiale onevenwichten op de lopende rekening van de betalingsbalans namen vanaf de tweede helft van de jaren negentig tot in 2008 vrijwel onafgebroken toe. Aan de deficitzijde droegen vooral de VS daartoe bij. Zij fungeerden als *consumers of last resort*. Aan de surpluszijde bevonden zich de snel groeiende opkomende landen van Azië, met name China, alsook Japan en de olie-exporterende landen. Het verloop van de saldi op de lopende rekening tijdens die periode kan worden verklaard door verschillende factoren, waaronder de lage en afnemende spaarquote in de VS, de hoge en toenemende spaarquote in China, en de stijging van de olieprijs.

Lopende onevenwichten zijn op zich geen reden tot bezorgdheid. Voor een land met interessante investeringsopportunities kan het bijvoorbeeld wenselijk zijn

GRAFIEK 1 SALDI OP DE LOPENDE REKENING VAN ENKELE BELANGRIJKE LANDEN EN REGIO'S
(in % van het mondiaal bbp)



Bron: IMF.

(1) Hongkong, Indonesië, Zuid-Korea, Maleisië, Filippijnen, Singapore, Thailand, Taiwan.

een deel ervan te financieren met buitenlandse besparingen. Onevenwichten kunnen wel een probleem vormen als ze de weerspiegeling zijn van onderliggende interne ontwrichtingen zoals zeepbellen in de activaprijzen in de VS – waardoor Amerikaanse gezinnen hun vermogen overschatten en onterecht meer gaan consumeren – of een ontoereikende sociale zekerheid in China – waardoor Chinese gezinnen veel sparen uit voorzorg.

Er wordt algemeen aanvaard dat de interne en externe onevenwichten ook het ontstaan van de financiële crisis in de hand hebben gewerkt. Dankzij de status van de dollar als internationale reservevaluta was het voor de VS ongetwijfeld makkelijk om, teneinde hun lopend tekort te financieren, buitenlandse beleggers aan te trekken. Vooral de Aziatische landen toonden een duidelijke voorkeur om hun overschotten te beleggen in de risicoloze obligaties van de Amerikaanse overheidssector. In combinatie met een sterk accommoderend monetair beleid, vertaalden deze gigantische kapitaalstromen zich in de VS in een overvloedige liquiditeit en zeer lage rentetarieven, waardoor de reeds relatief geringe spaarquote van de Amerikaanse gezinnen nog verder daalde. Mede als gevolg van het falend toezicht op de financiële sector, leidden deze ontwikkelingen tot de vorming van speculatieve zeepbellen op de activamarkten en, in de zoektocht naar een hogere return, tot nieuwe risicovolle financiële producten en, uiteindelijk, tot de financiële crisis.

Hieronder wordt aandacht besteed aan de situatie in de VS, China en het eurogebied. De olie-exporterende landen worden buiten beschouwing gelaten aangezien het lopend overschot in deze landen veeleer dan aan binnenlandse factoren quasi uitsluitend gerelateerd is aan de prijsfluctuaties van olie op de internationale markten. We bestuderen het verloop van het saldo op de lopende rekening vanuit de spaar-investeringsbenadering. Op die manier komt het verband tussen externe en interne onevenwichten het best tot uiting⁽¹⁾.

1.1 Verenigde Staten

SALDO OP DE LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS

Het saldo op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans vertoonde de afgelopen vijftien jaar

(1) Boekhoudkundig is het saldo op de lopende rekening immers gelijk aan het spaar-investeringsaldo. Zie kader in Eugène, B. en W. Melyn (2003). Andere benaderingen beschouwen de handels- en kapitaalstromen.

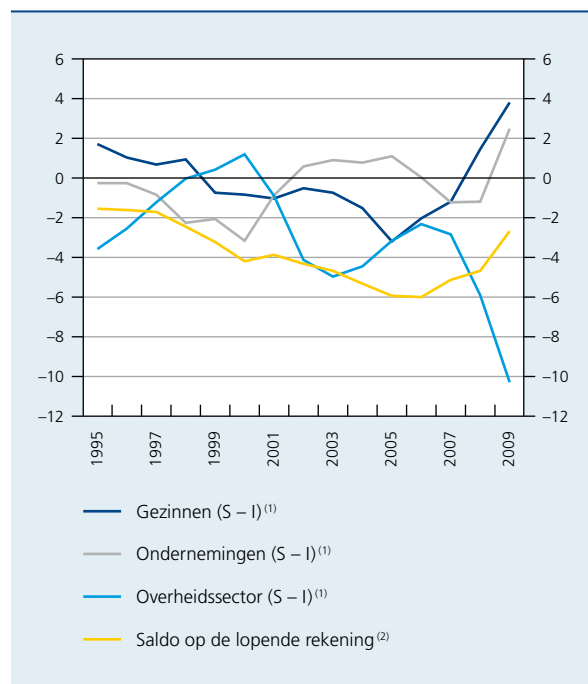
(2) Tal van economen en andere waarnemers gingen er eind jaren negentig van uit dat dankzij het gebruik van nieuwe informatie- en communicatietechnologieën (ICT) de Amerikaanse economie in een groeiversnelling terecht was gekomen. Dit leidde tot een stormloop op aandelen van dotcom-bedrijven, meer bedrijfsinvesteringen en hogere inkomensverwachtingen bij de gezinnen.

telkens een tekort dat toenam van minder dan 2 % bbp medio jaren negentig tot 6 % bbp in 2006. Gedurende de drie daaropvolgende jaren kromp dat tekort met meer dan de helft. Uit kwartaalcijfers blijkt evenwel dat het sinds de tweede helft van 2009 opnieuw ietwat toegenomen is.

In de tweede helft van de jaren negentig ging de spaar-investeringsbalans van de private sector er sterk op achteruit. Dat was zowel toe te schrijven aan de gezinnen, die minder spaarden en meer investeerden in woningen, als aan de ondernemingen, die hun investeringen opvoerden op basis van hun geloof in de «New Economy»⁽²⁾. De sanering van de overheidsfinanciën in diezelfde periode, waardoor het *twin deficit*, waarbij een extern tekort gepaard gaat met een overheidstekort, vanaf 1998 verdween, kon niet voorkómen dat het totale financieringsstekort van de Amerikaanse economie toenam.

Tijdens de eerste jaren van het nieuwe millennium wijzigde tijdelijk de macro-economische samenhang die ten grondslag lag aan de verder stijgende buitenlandse financieringsbehoefte van de VS. Het financieringstekort van de private sector nam voornamelijk af als gevolg van

GRAFIEK 2 LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS IN DE VERENIGDE STATEN
(in % bbp)



Bron: Bureau of Economic Analysis (BEA).

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

(2) Om statistische redenen bestaat er een discrepantie tussen het saldo op de lopende rekening en het totale financieringsaldo.

de zware teruggang van de bedrijfsinvesteringen na het uiteenspatten van de *dotcom bubble*. Het financieringsoverschot van de overheid, daarentegen, sloeg om in een tekort wegens belastingverlagingen en hogere overheidsuitgaven. Hierdoor dook het *twin deficit* opnieuw op.

In de periode 2004-2006 was er andermaal sprake van een lichte verslechtering van de private spaar-investeringbalans als gevolg van de aantrekkende woning- en bedrijfsinvesteringen en de verdere daling van de spaarquote van de gezinnen. Het financieringstekort van de overheid werd daarentegen kleiner, voor een deel dankzij de hogere ontvangsten vanwege de gunstige conjunctuur.

Vanaf 2007 begon het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans te verkleinen en medio 2009 was het gedaald tot 2,4 % bbp. Deze daling reflecteerde een flinke verbetering van de private spaar-investeringbalans. Als gevolg van de crisis schroefden gezinnen en bedrijven hun investeringen immers terug, en de gezinnen voerden tevens hun besparingen op teneinde hun verzwakte vermogenspositie te herstellen. De verbetering van de private balans neutraliseerde de uit de financiële en economische crisis voortvloeiende forse stijging van het financieringstekort van de overheid.

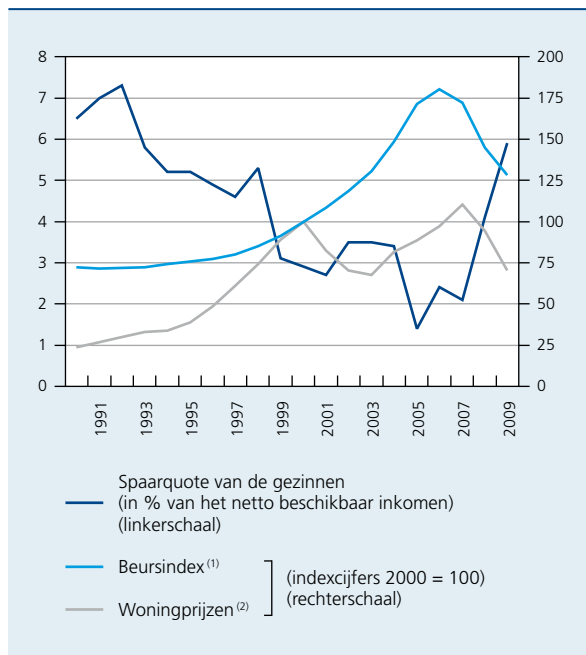
Vanaf de tweede helft van 2009 nam het lopend tekort opnieuw toe. De verslechtering van de private spaar-investeringbalans – in de eerste plaats het gevolg van de daling van het gezinssparen – werd niet gecompenseerd door de lichte verbetering van de overheidsbalans.

VERLOOP VAN HET GEZINSSPAREN

De verslechtering van de spaar-investeringbalans van de gezinnen en vooral de daling van de spaarquote van die gezinnen speelde een belangrijke rol in de hierboven toegelichte verslechtering van het externe onevenwicht van de VS. De spaarquote van de gezinnen liep terug van iets meer dan 7 % van hun netto beschikbaar inkomen aan het begin van de jaren negentig tot 1,4 % in 2005. In de literatuur worden als verklaring hiervoor verschillende factoren naar voren geschoven, onder meer de toename van het nettovermogen van de gezinnen, de vlottere toegang tot krediet, de lage reële rentetarieven en de hogere inkomensverwachtingen.

Het nettovermogen van de gezinnen nam fors toe van ongeveer 490 % van hun netto beschikbaar inkomen medio jaren negentig tot 631 % in 2006. Ten grondslag aan die toename lag de sterke waardevermeerdering van hun activa waarvan achteraf bleek dat ze excessief was. Eerst gingen de aandelenkoersen fors naar omhoog, daarna volgde een aanzienlijke stijging van

GRAFIEK 3 ACTIVAPRIJZEN EN SPAARQUOTE VAN DE AMERIKAANSE GEZINNEN



Bronnen: BEA, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream.

(1) Wilshire 5000 index.

(2) Case-Shiller nationale prijsindex.

de woningprijzen. Door de toename van hun vermogen zagen de Amerikaanse gezinnen minder de noodzaak van sparen in. Tijdens de financiële crisis, tussen eind 2007 en begin 2009, liep dat vermogen met ongeveer 25 % terug als gevolg van de forse neerwaartse correctie van de woningprijzen en de aandelenkoersen. Vanaf het tweede kwartaal van 2009 neemt het opnieuw toe, voornamelijk dankzij een gedeeltelijk beursherstel. Begin 2010 bevond het zich wel nog ongeveer 17 % onder het niveau van vóór de crisis.

Een tweede factor die de spaarquote heeft doen dalen, zijn de verschillende innovaties op de financiële markten waardoor huishoudens vlotter toegang kregen tot krediet. Voorbeelden hiervan zijn de liberalisering van de hypothecaire markt en het toenemend gebruik van kredietkaarten. Dit heeft geleid tot een overdreven versoepeling van de kredietvoorwaarden (bv. subprime). De verhouding van het gezinskrediet ten opzichte van het netto beschikbaar gezinsinkomen steeg van ongeveer 90 % medio jaren negentig tot circa 135 % in 2007, voornamelijk als gevolg van de toename van het hypothecair kredietvolume. Door de crisis ging deze ratio lichtjes naar beneden, hoewel ze hoog bleef, namelijk ongeveer 126 % begin 2010. De meeste waarnemers achten een verdere normalisering van de schuldgraad van de Amerikaanse gezinnen derhalve wenselijk.

Ook de hogere inkomensverwachtingen als gevolg van de sterkere productiviteitsgroei in de VS vanaf het midden van de jaren negentig tot het midden van de jaren 2000 (*New Economy*) kunnen het gezinssparen hebben beïnvloed. Volgens de zogenoemde permanente inkomenshypothese wordt de consumptie van de gezinnen immers niet enkel bepaald door het huidige, maar ook door het voor de toekomst verwachte inkomen.

Een laatste factor die vaak wordt aangehaald als verklaring voor de neerwaartse trend van de spaarquote is de daling van de reële rentetarieven tot historisch lage niveaus. Verschillende ontwikkelingen hebben hierbij een rol gespeeld. Om te beginnen, kwamen de rentetarieven onder druk vanwege de enorme spaaroverschotten die in opkomend Azië werden opgebouwd sedert de Aziëcrisis van 1997-1998, alsook in de olie-exporterende landen sedert de stijging van de oliepijzen. Deze *savings glut*, zoals verwoord door FED voorzitter Bernanke, belegden die landen voornamelijk in Amerikaans overheidspapier. Bovendien kon het rentebeleid van de FED na het uitspatten van de zeepbel op de aandelenmarkten in 2000-2001 vrij lang accommoderend blijven, aangezien de geloofwaardigheid van dat beleid en de goedkope invoer uit Azië een matigend effect hadden op de consumptieprijzen. Door de lage rente werd het sparen ontmoedigd en werd gekozen voor investeren en consumeren.

DE PARTICULIERE CONSUMPTIEVE BESTEDINGEN ALS GROEIMOTOR

De daling van de spaarquote van de gezinnen wordt weerspiegeld in de dynamiek van hun consumptie. De

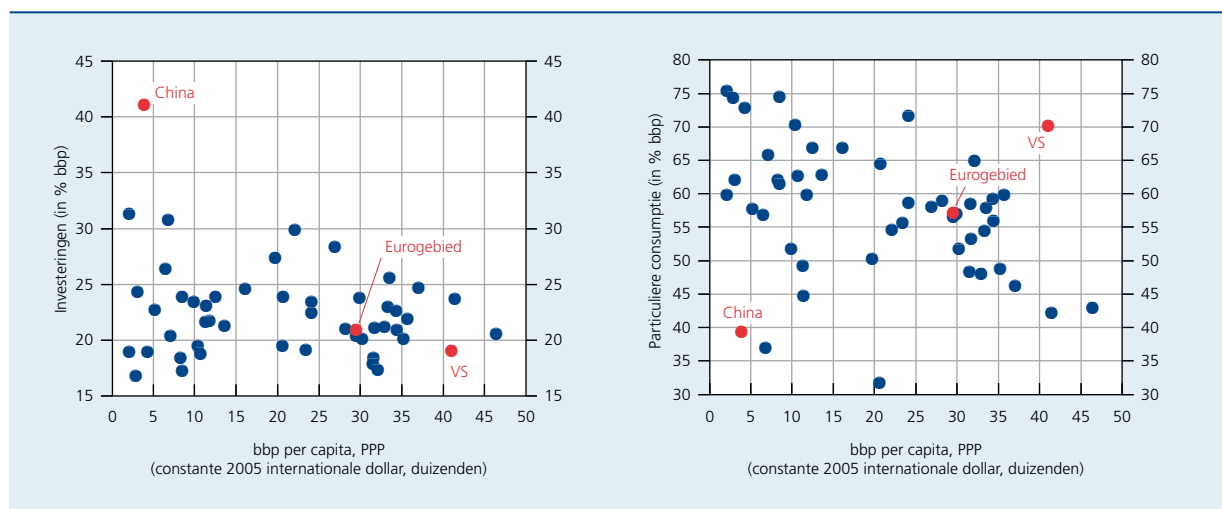
particuliere consumptieve bestedingen hebben tijdens de afgelopen twee decennia een grotere bijdrage geleverd tot de bbp-groei dan in het verleden: gemiddeld beschouwd zelfs meer dan 80 % in de jaren 2000. Het aandeel van de andere componenten was veel geringer. Uit een internationale vergelijking van het aandeel van de particuliere consumptieve bestedingen in het bbp blijkt ook dat deze bestedingscategorie in de VS heel wat belangrijker is dan in de meeste andere geavanceerde landen. Het verschil nam tijdens de afgelopen twee decennia bovendien toe als gevolg van de toename van het relatieve aandeel van deze categorie in de VS en de stabilisering of zelfs daling ervan in de meeste andere landen.

1.2 China

SALDO OP DE LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS

China's saldo op de lopende rekening steeg van 1,7 % bbp in 2000 tot een piek van 11 % in 2007; in 2008 liep het opnieuw wat terug. Het aanzienlijk overschot op de lopende rekening van de Chinese betalingsbalans sedert het midden van de jaren 2000 weerspiegelt een overschot van het sparen ten opzichte van de investeringen in deze economie. Dit impliceert echter niet dat China een laag investeringspeil heeft, integendeel. Internationaal vergeleken, blijken de investeringen in China uitzonderlijk hoog. De buitengewoon snelle kapitaalaccumulatie in China zette reeds eind jaren negentig in. Sedertdien is de brutovorming van vast kapitaal gemiddeld beschouwd sneller gegroeid dan de economie, zodat het aandeel ervan in

GRAFIEK 4 CONSUMPTIE EN INVESTERINGEN IN DE GEAVANCEERDE EN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN (2000-2008)



Bron: Wereldbank, World Development Indicators.

het bbp toegenomen is van 33 % in 1995 tot 42 % in 2008, dat is dubbel zo hoog als het niveau dat gemiddeld in andere landen wordt opgetekend. Bovendien is het binnenlands sparen in China ruim voldoende om de investeringen te financieren, in tegenstelling tot bijvoorbeeld India dat ook een relatief hoge investeringsratio heeft, maar toch een beroep moet doen op buitenlands kapitaal. China boekt aldus een omvangrijk lopend overschot, terwijl India een tekort laat optekenen. De Chinese nationale spaarquote steeg bovendien sneller dan de investeringsratio: van 36,7 % bbp in 1995 tot bijna 50 % bbp in 2007. Zowel bedrijven, overheid als gezinnen hebben tot de stijging van deze spaarquote bijgedragen.

BEDRIJFS- EN GEZINSSPAREN

In de periode 1995-2007 steeg het sparen van ondernemingen met 2,6 procentpunt bbp. Dankzij de combinatie van China's uitgangspositie als lagekostenproducent, de indrukwekkende verruiming van zijn marktaandeel en een beperkte concurrentie werden de Chinese ondernemingen, waaronder een groot aantal staatsbedrijven, uiterst winstgevend. Bovendien voerden de Chinese bedrijven meestal een beleid van lage dividenduitkeringen en droegen zodoende bij tot de stijging van het nationale spaarniveau. Door de snelle economische groei en de almaar groter wordende uitvoermarkt, vooral sinds China's toetreding tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001, is het niet echt verwonderlijk dat de meeste staatsbedrijven

ervoor kozen hun winsten aan te wenden voor nieuwe investeringsprojecten met het oog op verdere capaciteitsuitbreiding. De bedrijfsinvesteringen stegen zelfs nog sterker dan het bedrijfssparen.

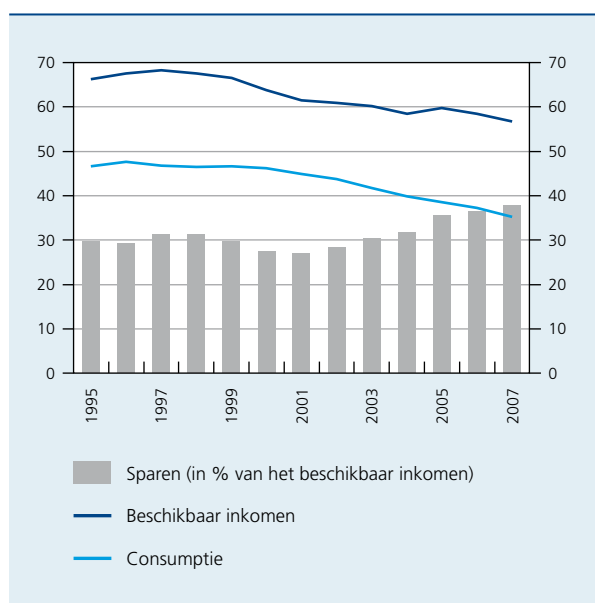
Het aandeel van de gezinnen in het nationale spaarniveau groeide over dezelfde periode 1995-2007 met slechts 0,9 procentpunt bbp aan als gevolg van twee elkaar compenserende bewegingen: enerzijds een stijging van het gezinssparen in verhouding tot het beschikbaar gezinsinkomen en, anderzijds, een slinkend inkomensaandeel van de gezinnen in het nationaal inkomen. Aldus, nadat China's gezinsspaarquote in termen van beschikbaar inkomen van 1995 tot 2001 relatief stabiel was gebleven, nam ze vervolgens geleidelijk toe tot 38 % in 2007, terwijl het aandeel van het beschikbaar inkomen van de gezinnen gestaag kromp van 66,6 % bbp in 2001 tot 57 % bbp in 2007.

De relatief recente spaarwoede bij de Chinese gezinnen – in verhouding tot hun beschikbaar inkomen – zou volgens het levenscyclus model vooral te maken hebben met demografische factoren: hoewel consumptie gespreid wordt over een heel leven, is inkomen geconcentreerd tijdens de actieve levensfase. Daarom vertonen mensen de neiging te ontsparen als ze jong zijn; tijdens hun arbeidsjaren gaan ze een vermogen opbouwen door meer te sparen, dat ze, zodra gepensioneerd, kunnen aanspreken. Zo zou de tijdens de afgelopen decennia in China opgetekende toename van het aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd in de totale bevolking een verklaring kunnen bieden voor de stijging van de gezinsspaarquote. Bovendien zou volgens hetzelfde model de spaarratio toenemen wanneer de inkomens uitzonderlijk snel groeien zoals in landen, bijvoorbeeld China, met een relatief laag welvaartspeil die zich aan het begin van hun *catching up* proces bevinden. Een dergelijke inkomensgroei zou immers vooral ten goede komen aan de werkenden die tot de leeftijdscategorie van de spaarders behoren. Het spaargedrag van de Chinese gezinnen kan, behalve door demografische factoren, ook worden verklaard door de erosie van het sociaal vangnet, met name het verdwijnen van de «ijzeren rijstkom», de staatszorg van de wieg tot het graf, wat geleid heeft tot een toename van het voorzorgssparen voor gezondheidsrisico's, pensioenen en onderwijs. Tot slot speelt ook de financiële onderontwikkeling mee, waardoor gezinnen moeilijk leningen kunnen aangaan.

INVESTERINGEN EN UITVOER ALS GROEIMOTOR

Naast een grotere spaarneiging van de gezinnen heeft ook het krimpend aandeel van het beschikbaar gezinsinkomen in het nationaal inkomen het aandeel van de

GRAFIEK 5 BESCHIKBAAR INKOMEN, SPAREN EN CONSUMPTIE VAN DE GEZINNEN IN CHINA
(gegevens op jaarbasis, in % bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: CEIC, IMF.

particuliere consumptie in het bbp neerwaarts beïnvloed. Deze wijziging van de nationale inkomensverdeling is het directe gevolg van het promoten van een op investeringen en uitvoer berustende groeimodel dat in het voordeel van de door de Staat geprivilegieerde kapitaalintensieve grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid werkte, ten koste van bedrijven in branches waar arbeid relatief overvloedig wordt ingezet zoals kmo's in de diensten. In tegenstelling tot deze laatste bedrijven, die slechts een beperkte toegang hadden tot externe financiering en derhalve genoodzaakt waren aanzienlijke reserves aan te leggen om investeringsprojecten te kunnen uitvoeren, konden de grote exportgerichte industriële overheidsbedrijven vlot en goedkoop leningen afsluiten bij de staatsbanken. Bovendien konden deze ondernemingen hun productiekosten nog verder drukken dankzij, onder meer, een gesubsidieerde energievoorziening. Het afstoten van miljoenen banen uit de arbeidsintensieve landbouw zorgde daarenboven voor een overaanbod van arbeid. In combinatie met een door de Staat gecontroleerde vakbond ondermijnde dit de positie van werknemers bij collectieve loononderhandelingen. Vooral aan het lagere eind van de inkomensverdeling verhinderde dit mogelijkerwijs dat lonen even snel zouden stijgen als productiviteitswinsten. De daling van het aandeel van het gezinsinkomen in het nationaal inkomen is echter niet alleen te wijten aan het verloop van de arbeidsinkomsten, maar ook aan de geringe spaaropbrengsten als gevolg van, onder meer, de lage rente op deposito's.

Hoewel de groei in China exportgeleid was, bedroeg de rechtstreekse bijdrage van de netto-uitvoer tot de economische groei over de periode 2000 – 2008 gemiddeld slechts 1,1 procentpunt per jaar. De uitvoer levert echter een veel grotere bijdrage tot de groei dan wat blijkt uit de cijfers met betrekking tot de netto-uitvoer in de nationale rekeningen. De netto-uitvoer is hier een misleidende indicator omdat hij gelijk is aan de uitvoer minus alle invoer, terwijl het saldo van de uitvoer verminderd met de uitvoergerelateerde invoer een accurater beeld zou geven van de exportafhankelijkheid. Bovendien is China's werkelijke uitvoerafhankelijkheid nog groter doordat de investeringen grotendeels plaatshadden in de exportgerichte branches. Wordt dit laatste in aanmerking genomen, dan stijgt China's uitvoerafhankelijkheid van 27 tot 42 % bbp in 2008. Dit verschijnsel doet zich overigens in heel Azië voor: de uitvoerafhankelijkheid stijgt met gemiddeld 10 procentpunt naargelang rekening wordt gehouden met de uitvoergerelateerde investeringen.

Samengevat, kan worden gesteld dat de exportgerichte, kapitaalintensieve bedrijfssector het nationaal inkomen, sparen en investeren domineerde. Dit alles droeg bij tot de vicieuze cirkel van capaciteitsuitbreiding, gevolgd door

het streven naar nóg meer uitvoer om deze capaciteit ten volle te benutten, onder de impuls van het door de overheid gevoerde promotiebeleid ten aanzien van de uitvoer. Het opteren voor een kapitaalintensieve veeleer dan voor een arbeidsintensieve groei zorgde ervoor dat het aandeel van de bedrijven in het nationaal inkomen steeds verder toenam. De Chinese gezinnen werden er tevens toe gedwongen om via een lage depositorente de investeringen in infrastructuur en nijverheid te «subsidieren». Dit wil echter niet zeggen dat de Chinese gezinnen er armer op geworden zijn, integendeel, ze werden rijker, maar aan een veel trager tempo dan het land als geheel rijker werd, waardoor hun inkomensaandeel in het nationaal inkomen ook afnam.

Er deed zich met andere woorden een gigantische welvaartsoverdracht van de consument naar de producent voor, wat ertoe leidde dat de Chinese particuliere consumptie niet parallel met het bbp kon groeien. Zo is het aandeel van de particuliere consumptie in het bbp sterk verkleind van 46 % in 2000 tot nog slechts 36 % in 2007, tegen 70 à 80 % in tal van geavanceerde economieën en 50 à 60 % in de meeste Aziatische landen; in 1985 bedroeg het nog 52 %. Een herbalancering van de Chinese economie betreft dus niet zozeer het nastreven van consumptiegroei, maar wel van een groeiend aandeel van de particuliere consumptie in het bbp. De particuliere consumptie moet aanzienlijk sneller groeien dan het bbp opdat de herbalancering zelfs nog maar van start zou kunnen gaan: een aandeel van de particuliere consumptie van 40 % bbp over de volgende vijf jaar (zelfs dat is uitzonderlijk weinig), vereist bij een gemiddelde economische groei van 8 % per jaar een jaar-op-jaar groei van de consumptie van 11 %. Een dergelijk resultaat noodzaakt een grondige omschakeling van het Chinese groeimodel, en kan dus tijd vergen.

1.3 Het eurogebied

Achter een lopende rekening quasi in evenwicht van het eurogebied als geheel, gaan grote discrepanties schuil tussen de saldi op de lopende rekeningen van de verschillende landen. Tijdens het afgelopen decennium bouwden Duitsland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en Finland surplussen op, terwijl Griekenland, Spanje, Portugal en Cyprus grote tekorten accumuleerden. De verschillen zijn hoofdzakelijk terug te voeren op uiteenlopende ontwikkelingen ter zake van concurrentiepositie en binnenlandse vraag.

Om te beginnen, vertaalden tegengestelde bewegingen van concurrentiewinst of -verlies zich in een verbetering resp. verslechtering van het saldo op de handelsbalans

en, in het verlengde daarvan, van het saldo op de lopende rekening. Landen zoals Duitsland en Oostenrijk werden dankzij loonmatiging en productiviteitsstijgingen concurrentiekrachtiger, terwijl andere landen minder concurrerend werden. Onder meer in Spanje en Italië zorgde een gebrekkige aanpassing van de lonen aan lagere productiviteitswinsten voor een verslechtering van het prijsconcurrentievermogen; in Griekenland speelden ook andere factoren mee, zoals een minder gelukkige productmix of geografische oriëntatie van de uitvoer.

Daarnaast droegen tegengestelde interne groeikrachten bij tot de uiteenlopende bewegingen van de saldi op de lopende rekeningen. Terwijl surpluslanden blijk gaven van een relatief zwakke binnenlandse vraag, bracht een levendige binnenlandse vraag in deficitlanden – meer bepaald in Ierland, Griekenland en Spanje – een uitermate sterke groeidynamiek op gang tot boven het gemiddelde van het eurogebied. Sommige deficitlanden profiteerden immers sterk van de in de aanloop naar de eenheidsmunt convergerende rentepercentages. De in vergelijking met het verleden relatief lage interesten leidden echter wel tot een buitensporige kredietgroei, voornamelijk van hypothecair krediet, die op zijn beurt zeepbellen deed ontstaan op de vastgoedmarkt, vooral in Ierland en Spanje. Ondanks de daarmee gepaard gaande zware particuliere schuldopbouw (in Spanje, Griekenland en Ierland steeg de kredietverlening aan gezinnen tussen 2003 en 2007 met op jaarbasis gemiddeld 19, 26 resp. 24 %), zorgden vermogens-effecten, in combinatie met forse loonstijgingen, voor een stevige binnenlandse vraag en, derhalve, voor

een levendige vraag naar ingevoerde producten, wat in verscheidene lidstaten resulteerde in aanzienlijke tekorten op de lopende rekening.

Tot slot werd de opbouw van tekorten in sommige landen van het eurogebied versneld door een laks budgetair beleid. Vooral in Portugal en Griekenland veroorzaakte een uiterst expansief begrotingsbeleid *twin deficits*. Spanje en Ierland konden sinds 1999 gemiddeld beschouwd wel gezonde overheidsfinanciën voorleggen, maar die situatie sloeg als gevolg van de crisis abrupt om.

Bij de surpluslanden neemt Duitsland, als grootste economie van het eurogebied, een bijzondere plaats in vermits het land zelfs naar mondiale maatstaven aanzienlijke overschotten opbouwde. Het positief saldo op de lopende rekening van de Duitse betalingsbalans tijdens het afgelopen decennium weerspiegelt, enerzijds, een stevig concurrentievermogen en, anderzijds, een structureel zwakke particuliere consumptie gedurende meerdere jaren.

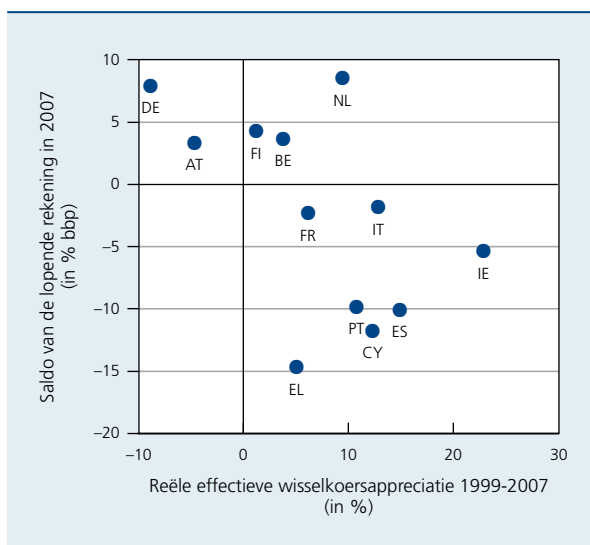
Begin jaren negentig bezorgde de Duitse eenmaking de economische bedrijvigheid een krachtige impuls. Deze laatste mondde evenwel uit in een oververhitting van de economie en een verlies aan concurrentievermogen. De eenmaking legde ook een zware last op de Duitse overheidsfinanciën, wat zich vertaalde in een stijgende belastingdruk en oplopende sociale bijdragen. Tevens woedde in de Duitse bouwsector, na de opbouw van de overcapaciteit aan het begin van de jaren negentig, meer dan tien jaar lang een recessie. Deze schokken zinderden lang na, de arbeidsmarkt kreeg zware klappen en de werkgelegenheid stagneerde gedurende vele jaren, wat een belangrijke onderliggende reden was voor de zwakke consumptie. Anders dan in verschillende andere landen van het eurogebied, werd vanaf het jaar 2000 bovendien een toename van de spaarquote van de gezinnen opgetekend, onder meer uit voorzorgsoverwegingen in het licht van de wijzigingen in het pensioenstelsel.

Sedert de millenniumwissel werkte de loonmatiging evenwel weer voldoende in het concurrentievermogen door, zodat Duitsland steeds meer marktaandeelen won, meer bepaald naar de opkomende economieën, de olie-exporterende landen en Oost-Europa, waar de vraag naar Duitse investeringsgoederen boomed.

2. Mondiale onevenwichten vereisen een internationale coördinatie

Tegen de achtergrond van de sedert de tweede helft van de jaren negentig vrijwel onafgebroken verscherping van de mondiale onevenwichten, ontstond er midden de jaren

GRAFIEK 6 CONCURRENTIEVERLOOP EN SALDO OP DE LOPENDE REKENING



Bron: EC.

2000 een consensus dat er in de voornaamste economieën gecoördineerde beleidsaanpassingen nodig waren om te voorkómen dat een herbalancering wanordelijk zou verlopen. Men was daarbij vooral bezorgd dat, gelet op de externe schuldpositie van de VS, beleggers het vertrouwen in de dollar zouden opgeven waardoor die valuta in een vrije val terecht zou komen. Tegen die achtergrond nam het IMF in 2006 het initiatief tot multilaterale consultaties (Multilateral Consultation on Global Imbalances) tussen China, het eurogebied, Japan, Saoedi-Arabië en de VS. In april 2007 werd een akkoord bereikt over een aantal noodzakelijke beleids(her)oriëntaties⁽¹⁾. Die omvatten onder meer een toename van het sparen in de VS, groeibevorderende maatregelen in Europa, hervormingen ter stimulering van de binnenlandse vraag in de opkomende landen van Azië en een grotere wisselkoersflexibiliteit in een aantal landen met een overschot op de lopende rekening van hun betalingsbalans. De implementatie van dit akkoord bleef echter grotendeels dode letter.

De financiële crisis heeft nogmaals het belang van internationale beleidscoördinatie aangetoond. Zo speelde de G20⁽²⁾ (die de plaats had ingenomen van de G7) een rol bij het coördineren van de maatregelen ter bestrijding van de crisis. Het succes van deze aanpak maakte dat de G20 eveneens het voortouw nam bij de voorbereiding van de internationale beleidsrespons op de uitdagingen van de 21^e eeuw in een aantal specifieke domeinen zoals energie en klimaatwijziging, financiële regelgeving en economische groei. In dit laatste domein werd de beleids-samenwerking tijdens de top van Pittsburgh in september 2009 geformaliseerd in het Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth⁽³⁾. De bedoeling hiervan is op middellange termijn coherente beleidskaders vast te leggen die een sterke, duurzame en evenwichtige groei mogelijk maken en die toekomstige crisissen voorkómen. Duurzaam betekent dat de groei verenigbaar moet zijn met houdbare overheidsfinanciën, met prijs- en financiële stabiliteit alsook met sociale en milieubeleidsdoelstellingen. Evenwichtig betekent dat de mondiale economische dynamiek ondersteund wordt door alle G20-landen en door alle regio's ter wereld.

De initiële aanbevelingen van het Framework lagen grotendeels in de lijn van die van de Multilateral Consultation on Global Imbalances. Om te beginnen, werd overeengekomen dat de G20-leden die structurele tekorten vertonen op hun lopende rekening, beleidsmaatregelen zullen nemen om het sparen in de private sector te verhogen, hun exportsectoren zullen versterken en werk zullen maken van begrotingsconsolidatie. Daarnaast zullen de G20-landen met een structureel overschot maatregelen nemen om de binnenlandse groeibronnen te stimuleren. Afhankelijk van de nationale omstandigheden behelst

dit met name: méér investeringen, de afbouw van de distorsies op de financiële markten, het opvoeren van de productiviteit in de dienstensector, de verbetering van het socialezekerheidsstelsel en, algemeen, de opheffing van de factoren die de bestedingen drukken.

Tevens werd overeengekomen dat de G20-landen hun beleidsplannen, beleidsprojecties en groeivoorspellingen met elkaar delen in een procedure van wederzijdse evaluatie (Mutual Assessment Process) en vervolgens nagaan of deze consistent zijn met de overkoepelende doelstelling van een sterke, duurzame en evenwichtige groei. Eind januari 2010 stelde elk van de G20-landen nationale beleidsplannen en groeivoorspellingen op middellange termijn (3 tot 5 jaar) voor, op basis waarvan het IMF een groeiscenario voor de wereldeconomie berekende. Dat scenario werd als te optimistisch ingeschat en bovendien werd geoordeeld dat verscheidene structurele problemen nog steeds onvoldoende werden aangepakt. Tijdens de G20-top in juni in Toronto hebben vervolgens de geavanceerde G20-landen inzake begrotingsconsolidatie zich ertoe verbonden om tegen 2013 hun deficit ten minste te halveren. Tegen 2016 zullen zij ook een aanvang hebben gemaakt met het stabiliseren of reduceren van hun schuldratio. Bij een aantal opkomende landen werd er nogmaals op aangedrongen hervormingen door te voeren met betrekking tot de versterking van de sociale zekerheid en de uitbouw van de financiële markten en een grotere wisselkoersflexibiliteit in te voeren.

Het opzet van het Framework met een Mutual Assessment is alvast ambitieuzer dan dat van de Multilateral Consultation. Toch staat het nog te bezien in hoeverre de bewuste landen de voorgestelde beleidsaanpassingen in praktijk zullen brengen. Vanwege de onvermijdelijke binnenlandse politieke druk die gepaard gaat met een interne herbalancering, bestaat het risico dat sommige landen de aanpassingslast op andere landen zullen trachten af te wentelen. Zo kunnen deficitlanden in de verleiding komen om invoerbepalende maatregelen, bijvoorbeeld invoerheffingen, te nemen of om concurrerende devaluaties uit te voeren. Landen met een zware overheidsschuld kunnen geneigd zijn hun toevlucht te nemen tot inflatie om de schuldafbouw te vergemakkelijken. Andere zullen te allen prijze de uitvoer willen blijven stimuleren. Het internationaal debat over het wisselkoersbeleid van sommige landen zal wellicht ook nog een tijd aanhouden.

(1) IMF (2007).

(2) De G20 werd in december 1999 opgericht te Berlijn in de nasleep van de Azië-crisis. De bedoeling was de systemisch belangrijke geavanceerde en opkomende landen samen te brengen om te discussiëren over mondiale economische topics. De groep is samengesteld uit de EU en 19 landen: Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, China, Duitsland, Frankrijk, India, Indonesië, Italië, Japan, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Turkije, het Verenigd Koninkrijk, de VS, Zuid-Afrika en Zuid-Korea.

(3) G20 (2009a).

3. Herbalancering van de wereldeconomie en beleidsimplicaties

3.1 Verenigde Staten

Grotendeels in lijn met de aanbevelingen van de G20-top van Pittsburgh kondigden Amerikaanse beleidsmakers vorig jaar reeds de krijtlijnen aan voor een herbalancering van de Amerikaanse economie. In het begin dit jaar gepubliceerde Economic Report of the President werd deze heroriëntering bevestigd en nader toegelicht⁽¹⁾. De concrete bedoeling van de beleidsmakers is dat de groei in de toekomst meer gebaseerd is op export en op investeringen in uitrusting en software in plaats van op particuliere consumptie en woninginvesteringen. Het rapport omvat een aantal concrete voorstellen om dit te bereiken.

Zo kondigde president Obama in februari 2010 maatregelen aan met als doelstelling de nominale uitvoer van goederen en diensten over de komende vijf jaar te verdubbelen. De lancering van een National Export Initiative (NEI) is in dat opzicht van cruciaal belang. Hierbij worden in de eerste plaats meer financiële middelen vrijgemaakt voor exportpromotie. Ten tweede zal er een Export Promotion Cabinet worden gecreëerd, met vertegenwoordigers van verschillende overheidsinstanties, dat een gedetailleerd plan zal uitwerken om de export te stimuleren. Ten slotte zal meer aandacht worden besteed aan het opheffen van handelsbelemmeringen teneinde buitenlandse markten open te stellen voor Amerikaanse ondernemingen. Een ander initiatief ter ondersteuning van de uitvoer is het heroprichten van de zogenoemde President's Export Council. Deze is samengesteld uit bedrijfsleiders en vakbondsvertegenwoordigers en heeft als opdracht de overheid te adviseren over het stimuleren van de uitvoer.

De meeste waarnemers twijfelen eraan of deze maatregelen voldoende zullen zijn om de voorgestelde doelstelling te bereiken. Uit historische gegevens over de periode 1970-1995 blijkt alvast dat men er enkel tijdens bepaalde periodes van de jaren zeventig met een sterke inflatie in geslaagd is om de waarde van de export in vijf jaar tijd te verdubbelen. Studies tonen aan dat een sterke groei bij de belangrijkste handelspartners hoe dan ook noodzakelijk is. Ook een zware depreciatie van de dollar kan helpen.

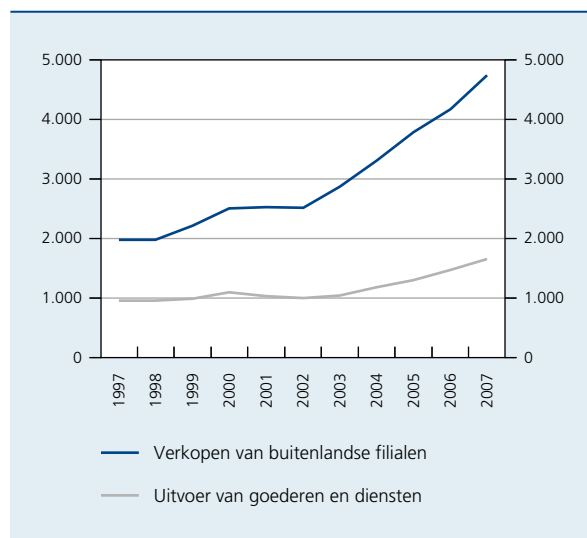
Bovendien mag niet uit het oog worden verloren dat Amerikaanse ondernemingen vooropliepen bij de offshoring van hun productie. Dit zou onder meer kunnen worden toegeschreven aan de relatief hoge

vennootschapsbelasting in de VS. De aanslagvoet bedroeg er in 2009 39 % tegenover bijvoorbeeld gemiddeld 25,9 % in het eurogebied. Heel wat producten worden in het buitenland geproduceerd ofschoon ze in de VS werden uitgedacht. Het offshoren heeft zodoende het industriële productieapparaat uitgehold en de exportcapaciteit aangetast. Hoewel dit fenomeen ook in andere geavanceerde landen voorkomt, lijkt het in de VS een grotere impact te hebben. Uit cijfers van het BEA blijkt dat de verkoop door buitenlandse filialen van Amerikaanse ondernemingen sinds het begin van de jaren negentig sterk is toegenomen; in 2007 was hij driemaal zo groot als de Amerikaanse uitvoer van goederen en diensten. Dat is hoger dan in de meeste andere geavanceerde landen.

In het Economic Report of the President wordt ook het belang vermeld van innovatie om de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid te ondersteunen. Hiertoe zullen met name de middelen van enkele overheidsinstellingen die onderzoek en ontwikkeling promoten, worden verhoogd en zal een belastingkrediet ter aanmoediging van innovatie, permanent worden gemaakt.

Voorts wordt in het rapport aandacht besteed aan het opstellen van een nieuwe en strengere regelgeving voor de financiële sector, een belangrijke factor voor een interne herbalancering van de economische groei. Het is de bedoeling de excessen van het verleden, bijvoorbeeld de zeer soepele kredietverlening, en een nieuwe financiële

GRAFIEK 7 VERKOOP DOOR BUITENLANDSE FILIALEN VAN AMERIKAANSE ONDERNEMINGEN EN AMERIKAANSE UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN (in \$ miljard)



Bron: BEA.

(1) Council of Economic Advisors (2010).

crisis te vermijden. President Obama heeft in juli een financieel hervormingsplan ondertekend (de zogeheten Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Dit nieuwe plan bevat een groot aantal maatregelen die door de regelgevende instanties verder moeten worden gespecificeerd. Belangrijke bepalingen hebben betrekking op de oprichting van een agentschap dat zal instaan voor de consumentenbescherming in de financiële sector, de macht die regulatoren krijgen om in gebreke blijvende financiële instellingen te ontmantelen en een groter deel van de kosten te verhalen op de overlevende concurrenten, een striktere regelgeving voor de markt van de afgeleide producten, hogere kapitaalvereisten en het aan banden leggen van de handel voor eigen rekening door financiële instellingen (de zogenoemde Volcker-regel).

Inzake een andere aanbeveling van de G20, de sanering van de overheidsfinanciën, kan in eerste instantie worden verwezen naar het artikel over de exit elders in dit Tijdschrift. Op dit ogenblik heeft het Congres ter zake nog maar weinig concrete maatregelen goedgekeurd, maar de president heeft wel reeds een aantal voorstellen geformuleerd die een indicatie geven over de weg die men wil volgen. Begin februari 2010 heeft de regering Obama voor de overheidsfinanciën een pad met als horizon 2020 bekendgemaakt, samen met de federale begroting voor het begrotingsjaar 2011. Eind juli werden deze voorspellingen up-to-date gemaakt in de mid-session review van de begroting. Het federale overheidstekort zou in het begrotingsjaar 2011 dalen tot 9,2 % bbp, tegen 10 % bbp in 2010. Uit het begrotingstraject voor de komende tien jaar blijkt dat de regering het tekort vervolgens wil terugdringen tot 3,4 % bbp in 2018. Daarna zou het deficit opnieuw stijgen tot 3,8 % in 2020 als gevolg van toenemende, aan de vergrijzing verbonden kosten. De federale overheidsschuld zou volgens de begrotingsvoorstellen oplopen van 53 % bbp in het begrotingsjaar 2009 tot 77,4 % in 2020. De totale overheidsschuld zou volgens de lentevooruitzichten 2010 van de OESO aanzwellen van 83 % bbp in 2009 tot 94,8 % in 2011.

Om het begrotingsbeleid vorm te geven, is bovendien een tweepartijencommissie opgericht (National Commission on Fiscal Responsibility and Reform), die tegen begin december concrete voorstellen moet uitwerken voor een nog grondiger sanering. De belangrijkste doelstellingen van deze commissie zijn om tegen 2015 het primair saldo in evenwicht te brengen en extra maatregelen voor te stellen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te garanderen.

Daarnaast werd opnieuw de zogenoemde PAYGO-regel ingevoerd. Die regel schrijft voor dat nieuwe uitgavenprogramma's of belastingverlagingen gecompenseerd

moeten worden door besparingen of door belastingverhogingen op andere posten. Deze regel zal de vereiste budgettaire inspanning mee ondersteunen.

3.2 China

Ook de Chinese autoriteiten begonnen medio jaren 2000 de risico's verbonden aan een bestendiging van het gevolgde groeimodel te onderkennen. Reeds in 2006 riep het elfde Vijfjarenprogramma expliciet op tot een heroriëntering. Dit bleek ook uit de uitspraak van de Chinese Premier Wen Jiabao in maart 2007 waarin hij toegaf te vrezen dat China's economie aan «structurele problemen» leed waardoor haar ontwikkeling «instabiel, onevenwichtig, ongecoördineerd, en niet duurzaam» was. Met de mondiale uitdijning van de financiële crisis en de impact daarvan op China's afzetmarkten, is het pleidooi voor een verschuiving van een uitvoergestuurde naar een door de binnenlandse vraag gestuurde groei alleen maar krachtiger geworden. Bovendien beseffen de Chinese leiders dat de sociale en politieke stabiliteit niet langer gegarandeerd kan worden door de tot nu toe gevolgde strategie; waar het nu op aankomt, is een oplossing te vinden voor de groeiende inkomensongelijkheid tussen stad en platteland, kuststreken en hinterland, en hoog- en laagopgeleiden. Naast een toename van het relatieve gewicht van de binnenlandse vraag in de groei, houdt een evenwichtiger groei dus ook een bredere geografische spreiding van de economische activiteit en een billijker inkomensverdeling in. De nieuwe economische marsrichting, produceren voor de Chinezen zelf, impliceert immers in de eerste plaats dat steeds meer Chinezen voldoende koopkracht krijgen om te kunnen consumeren. Dit vereist structurele hervormingen om het aandeel van de gezinnen in het nationaal inkomen te vergroten, de binnenlandse (diensten)sectoren te ondersteunen en de sociale zekerheid uit te bouwen teneinde het voorzorgsparen bij de gezinnen af te remmen. Tot slot kan het wisselkoersbeleid een ondersteunende rol spelen. Zelfs indien ingrijpende beleidswijzigingen worden aangebracht – een proces dat reeds aan de gang is –, kan het zijn dat het gewenste effect op het consumptieaandeel van de economie beperkt blijft. Inmiddels kan de Chinese overheid weliswaar kiezen voor snelle oplossingen, zoals een rechtstreekse verhoging van de pensioenen: op 1 januari 2010 trok China, voor het vijfde jaar op rij, de basispensioenen voor werknemers over het hele land met ongeveer 10 % op. Ook de reeks loonsverhogingen die de Chinese overheid in het voorjaar van 2010 heeft toegekend symboliseert de bocht die China aan het nemen is. Loonsverhogingen passen volledig in een overgang naar een consumptiegestuurde Chinese groei, aangedreven door een groeiende middenklasse.

EEN BELEID TER ONDERSTEUNING VAN HET GEZINSINKOMEN EN DE ONTWIKKELING VAN DE DIENSTENSECTOR

Van cruciaal belang is de verdere ontwikkeling van China's financiële sector, die momenteel nog niet optimaal functioneert. Om te beginnen, zorgt het renteplafond op bankdeposito's voor lage, zelfs reëel negatieve spaaropbrengsten. Verder sluist de financiële sector vooral kapitaal door naar de industriële staatsbedrijven. Begeleid door prudentiële regulering en toezicht, kan een vlottere toegang tot krediet voor kmo's en gezinnen de noodzakelijke investeringen in de dienstensector stimuleren en de behoefte aan voorzorgssparen neerwaarts beïnvloeden.

Voorts kan een heroriëntatie van het begrotingsbeleid wenselijk zijn. De recente inspanningen⁽¹⁾ van de Chinese overheid op dat vlak teneinde het gezinsinkomen te verhogen en de inkomensongelijkheid te verkleinen, en in het verlengde hiervan, de consumptie op te voeren, zijn alvast effectief gebleken. Dit momentum zou kunnen worden aangehouden, door de fiscale lasten op arbeid en consumptie verder te verlagen en de overdrachten naar lage inkomens te verhogen.

Ten slotte is de overgang naar een groei, die minder door de kapitaalintensieve industrie wordt ondersteund en meer door de arbeidsintensievere sectoren, van vitaal belang om het loonaandeel in het nationale inkomen te verhogen en de particuliere consumptie te stimuleren. In haar elfde Vijfjarenplan ging de Chinese overheid alleszins de verbintenis aan het aandeel van de dienstensector in de economie op te trekken. Hoewel de aandacht van de overheid door de economische crisis werd afgeleid naar het ondersteunen van de exportgerichte sectoren, blijft de intentie om over te stappen op een dienstengestuurde economie overeind, getuige de initiatieven ter ondersteuning van kmo's.

EEN VERBETERD SOCIALEZEKERHEIDSNET DAT HET VOORZORGSSPAREN AFREMT

Een ontoereikend socialezekerheidsstelsel inzake pensioenen, werkloosheidsuitkeringen en gezondheidszorg heeft er, in combinatie met het ontbreken van degelijke particuliere verzekeringsvormen, de afgelopen jaren voor gezorgd dat de gezinnen zichzelf hebben trachten in te dekken door een belangrijk deel van hun beschikbaar inkomen te sparen. De liberalisering van de economie heeft immers het beleid van de «ijzeren rijstkom» ontmanteld. In het verleden stonden staatsbedrijven in voor levenslange sociale voorzieningen van hun arbeiders,

maar sinds de hervormingen van medio jaren negentig zijn ze van die verplichting ontheven teneinde hun concurrentiepositie te kunnen verstevigen. De Staat heeft die verplichtingen afgeschoven op de lokale autoriteiten, die ze heel vaak niet hebben overgenomen omdat de financiering ervan niet mee werd overgeheveld. De provincies kregen met andere woorden een nieuw mandaat, maar niet de noodzakelijke middelen. Bijgevolg varieert de dienstverlening aanzienlijk van streek tot streek. Bovendien veroorzaakt dit systeem problemen in een land met steeds grotere migratiestromen: omwille van het hukou-systeem kunnen migranten hun sociale rechten, die gekoppeld zijn aan een officiële registratie in een provincie, niet mee verhuizen; de provincies of steden van bestemming willen immers niet opdraaien voor de sociale zekerheid van deze migranten. Daardoor worden zij die ver buiten hun oorspronkelijke provincie uitzwermen, onbeschermd aan hun lot overgelaten. De regering zou het hukou-systeem willen hervormen, maar daar is heel wat discussie over tussen de verschillende Chinese beleidsniveaus. Enkel met betrekking tot het behoud van pensioenrechten bij verhuis naar een andere provincie is er sedert 1 januari 2010 een nieuwe regelgeving van kracht geworden. In juni 2009 introduceerde de Chinese overheid eveneens een nieuwe regelgeving betreffende de overdracht van dividenden op staatsaandelen aan het National Social Security Fund. Daardoor zal de verdere uitbouw van het sociale zekerheidsstelsel worden ondersteund, en in het verlengde daarvan, het voorzorgssparen bij gezinnen worden afgeremd.

De totale uitgaven voor gezondheidszorg in China zijn de afgelopen jaren sterk toegenomen, hoewel ze internationaal vergeleken relatief laag blijven (in 2008 4,8 % bbp, vergeleken met een OESO-gemiddelde van 8,6 %). Die toename ging in de jaren negentig gepaard met een toename van het financieringsaandeel ten laste van de consument: van 35 % in 1990 tot meer dan 60 % in 2001. Om deze financieringslast voor de burger enigszins te temperen, lanceerde de Chinese regering reeds in 2003 een aantal hervormingen waardoor het aandeel van de particuliere uitgaven voor gezondheidszorg in de totale uitgaven voor gezondheidszorg opnieuw kromp tot 54 % in 2007. Hoewel dit niet bijzonder hoog is in vergelijking met andere Aziatische landen, belooft dat aandeel in West-Europa gemiddeld beschouwd toch maar 25 %. De verzekeringsgraad steeg daarentegen wel van amper 10 % in 2003 tot meer dan 80 % in 2008. Het hervormingsplan voor de gezondheidszorg, dat in juni 2009 werd aangekondigd en waar de overheid 820 miljard renminbi voor heeft uitgetrokken, beoogt tegen 2011 een verzekeringsgraad van 90 %. Het is bovendien gekoppeld aan andere hervormingen die gericht zijn op een verbeterde medische infrastructuur en dienstverlening tegen

(1) In antwoord op de crisis wijdde de Chinese overheid 2 à 3 % bbp toe aan hogere sociale uitgaven en belastingverlagingen om de private consumptie te ondersteunen.

2020. Een verschuiving van de financiële last van gezinnen naar de overheid dient immers gepaard te gaan met een betere kwaliteit van de openbare gezondheidszorg, zoniet zullen gezinnen blijven sparen om zich elders een betere dienstverlening te kunnen veroorloven.

De gezinsuitgaven voor onderwijs liggen vijf keer hoger dan de uitgaven voor gezondheidszorg. De overheid voorziet enkel in gratis primair en secundair onderwijs; de gemiddelde jaarlijkse kosten van een universiteitsstudent benaderen de helft van het jaarlijks beschikbaar inkomen van een doorsnee Chinees gezin. Aldus vormt het gebrek aan onderwijsfinanciering door de overheid een belangrijk spaarmotief, temeer daar Chinezen er weinig voor voelen om schulden aan te gaan voor studiefinanciering. Zo heeft China reeds twee leningformules voor studenten, maar slechts weinig studenten maken er gebruik van. Al met al zet het huidige systeem van onderwijsfinanciering een rem op de ontwikkeling van een hoger opgeleide beroepsbevolking.

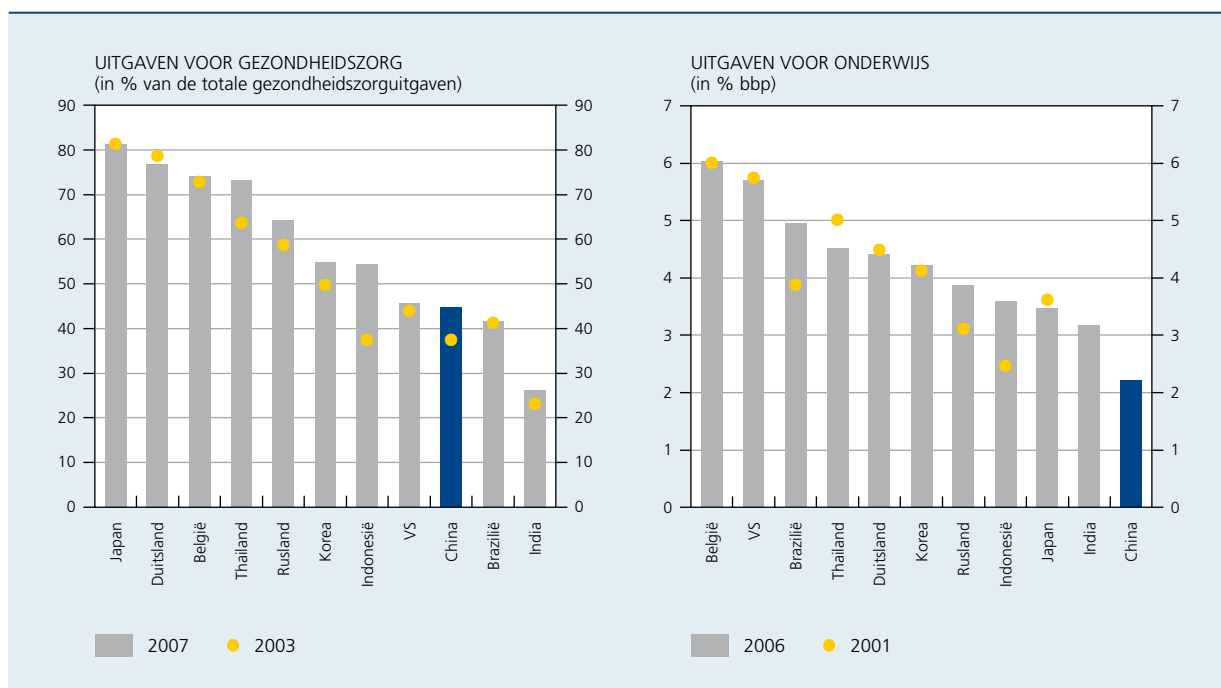
WISSELKOERSBELEID

Tot slot zou een appreciatie van de renminbi de koopkracht van de Chinese gezinnen kunnen verhogen, zowel rechtstreeks als via een verschuiving van de uitvoergerichte industrie naar de arbeidsintensieve diensten. Het zal hoe dan ook enige tijd vergen vooraleer de productiemiddelen

gerelocceerd zijn, wat ondertussen een weerslag kan hebben op de groei en de werkgelegenheid.

Het Chinese wisselkoersbeleid ondervindt echter vooral druk vanuit externe hoek: de combinatie van de spectaculaire uitvoergroei, het aanhoudende overschot op de handelsbalans en de exponentiële toename van de Chinese valutareserves wordt vaak geïnterpreteerd als een teken dat de renminbi ondergewaardeerd is. Vooral in de VS zien sommigen een sterkere renminbi als de oplossing voor het Amerikaans handelstekort. Het is echter de vraag of een revaluatie echt het verhoopte effect op de Amerikaanse economie zou hebben. Dat de VS behalve met China ook met nog tal van andere landen tekorten boeken, duidt veeleer op een zwakke concurrentiepositie van de Amerikaanse industrie. Bovendien zijn de VS en China relatief verschillende producenten. China speelt, dankzij zijn lage lonen, een belangrijke rol als « assembleur » in de regionale productieketen in Azië. De VS daarentegen vinden eerder hun concurrent in Japan en in de Europese Unie. De Chinese centrale bank heeft op 19 juni 2010 hoe dan ook aangekondigd « de flexibiliteit van de wisselkoers van de renminbi te verhogen ». Door de versoepeling van het monetair beleid zou de wisselkoers kunnen schommelen binnen een toegestane dagelijkse bandbreedte van 0,5 % rond de spilkoers. Die marge zou periodiek worden aangepast. In de eerste twee maanden apprecieerde de RMB echter slechts 0,6 % tegenover de dollar.

GRAFIEK 8 OVERHEIDSUITGAVEN VOOR GEZONDHEIDSZORG EN ONDERWIJS



Bron: Wereldbank.

3.3 Het eurogebied

Door de crisis zijn de tekorten en overschotten op de lopende rekeningen van de verschillende landen binnen het eurogebied weliswaar verkleind, maar die correctie is voor een deel toe te schrijven aan cyclische factoren, zoals de inzinking van de wereldhandel. Het risico bestaat dat deze correctie slechts tijdelijk van aard is en opnieuw ongedaan wordt gemaakt van zodra het economisch herstel zich bestendigt. Zoals de voorbije maanden is gebleken, vormen aanhoudende distorsies een bedreiging voor de economische en financiële stabiliteit van de individuele lidstaten, ondermijnen ze het vertrouwen in de euro en tasten ze de samenhang van het eurogebied aan. Via handels- en financiële kanalen verspreiden schokken zich immers over de lidstaten.

Tekortlanden moeten hun concurrentievermogen verbeteren, onder meer via loonmatiging en het verschuiven van productiemiddelen naar de uitvoersectoren. Overschotlanden daarentegen moeten het potentieel van hun niet-uitvoergerichte sectoren verhogen. Het is op die manier dat ze hun groeidynamiek evenwichtiger kunnen maken, minder afhankelijk van de uitvoer, en tevens de herbalancering in tekortlanden – zowel binnen als buiten het eurogebied – kunnen ondersteunen.

De verantwoordelijkheid voor deze noodzakelijke maatregelen ligt hoofdzakelijk bij de lidstaten, gelet op hun nationale bevoegdheden in het vlak van bijvoorbeeld het arbeidsmarktbeleid. Bovendien moeten deze maatregelen, tegen de achtergrond van de uiteenlopende uitgangsposities, uitgewerkt worden op maat van ieder land afzonderlijk. Toch kan een gezamenlijke beleidscoördinatie de economische kost die gepaard gaat met dergelijke aanpassingen helpen beperken. De huidige situatie biedt een uitgelezen kans om de *economic governance* van de EU te verbeteren. Om te beginnen, kan het toezicht op het begrotingsbeleid worden verbeterd binnen het reeds bestaande stabiliteitspact. Voorts kan het toezicht op macro-economische onevenwichten efficiënter worden gemaakt teneinde zo te voorkómen of ze op z'n minst adequaat aan te pakken wanneer ze zich voordoen. Dit toezicht zou naast het budgettaire toezicht moeten functioneren. Ten slotte zijn procedures van crisisbeheer nodig. Dit alles wordt tegen het najaar van 2010 door de werkgroep Van Rompuy uitgewerkt (zie kader Artikel 3 in dit Tijdschrift).

Een geleidelijke macro-economische herbalancering is van cruciaal belang voor het economisch herstel. Heel wat overheden hebben reeds een budgettaire consolidatiestrategie ingezet (zie Artikel 3 elders in dit Tijdschrift). Zij hebben inmiddels ook ingezien hoe belangrijk het is

deze budgettaire discipline te ondersteunen door structurele, op een verhoging van het groeipotentieel gerichte hervormingen.

4. Naar een vlotte herbalancering ?

GEDEELTELIJKE CORRECTIE VAN HET EXTERNE ONEVENWICHT TUSSEN LANDEN

Door de financiële crisis is het externe onevenwicht tussen landen deels gecorrigeerd. Exportgerichte surpluslanden, zoals Duitsland, China en Japan, werden zwaar getroffen door de ineenstorting van de internationale handel. In 2009 slonk het overschot op hun lopende rekening met respectievelijk 4, 2,5 en 0,7 procentpunt bbp. Duitsland en Japan ondervonden vooral de zware impact van de crisis op de vraag naar investerings- en duurzame consumptiegoederen. Gelet op de afgenomen vraag naar olie en de lagere prijs voor een vat Brent, is ook het in dollar luidende overschot van de olie-exporterende landen in 2009 met ongeveer 80 % afgenomen; de oliefactuur van de olie-invoerende landen is overeenkomstig verbeterd. In de VS liep het tekort op de lopende rekening fors terug, van een maximum van 6 % bbp in 2006 tot 2,7 % bbp in 2009, als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag en het effect daarvan op de invoer (dat sterker was dan de impact van de scherpe daling van de externe vraag op de uitvoer).

Het externe onevenwicht werd dus gecorrigeerd via een inkrimping van de wereldvraag. Een gedeelte van die correctie bleek slechts tijdelijk van aard. Onder invloed van het conjunctuurherstel omstreeks het midden van 2009 begonnen de grondstoffenprijzen en de internationale handel opnieuw aan te trekken. Voorts trokken de Amerikaanse gezinnen profijt van de remonte op de activamarkten. In China en India knoopte de groei snel terug aan bij de hoge groeicijfers van vóór de crisis. Daartegenover staat medio 2010 een nog steeds bescheiden en aarzelend herstel in de VS, het eurogebied en Japan. Leidt deze tot nu toe ongelijke heropleving op termijn alsnog naar de sterke, evenwichtige en duurzame groei van de wereld-economie, zoals die wordt beoogd in het Framework van de G20?

DUURZAME GROEI ?

In heel wat landen wordt de groei tot dusver ondersteund door het monetair beleid en door grootschalige budgettaire herstelmaatregelen. Deze laatste zullen uiteindelijk moeten uitdoven, gelet op het risico voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, en het zwaartepunt van de vraag zal derhalve moeten verschuiven van de overheid

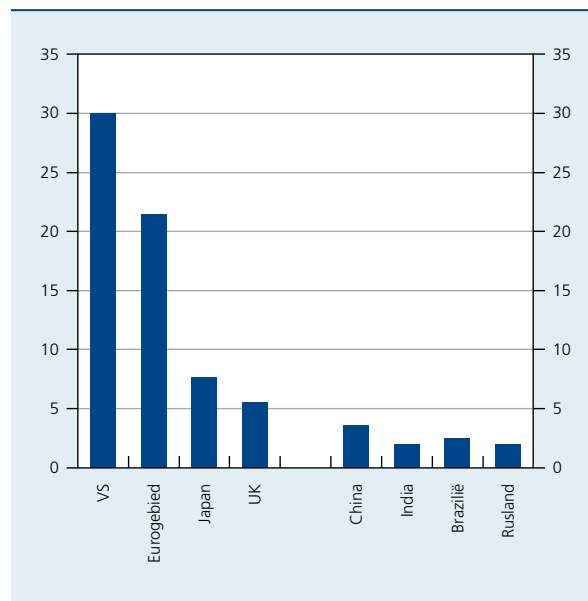
naar de private sector. In eerste instantie moeten landen duidelijk communiceren over hun consolideringsprogramma's op middellange termijn; alleen een geloofwaardig saneringsplan kan het vertrouwen van ondernemingen, consumenten en beleggers winnen. De gebeurtenissen in Griekenland en sommige andere landen van het eurogebied hebben reeds aangetoond welke gevolgen een tanend vertrouwen van de financiële markten in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën kan hebben. Bovendien zal deze financiële houdbaarheid in het licht van de vergrijzing in de meeste westerse economieën in de toekomst nog meer onder druk komen te staan. Voorts is het van belang dat de sanering op een groeivriendelijke manier gebeurt. Besparingen op de overheidsconsumptie hebben doorgaans een minder negatieve impact op de groei dan belastingverhogingen of besnoeiingen in de overheidsinvesteringen. Er is geen alternatief voor de saneringsmaatregelen die tal van overheden in de geavanceerde economieën de volgende jaren zullen moeten nemen en die gedurende een overgangperiode een rem kunnen zetten op de economische groei (zie Artikel 3 in dit Tijdschrift).

EVENWICHTIGE GROEI?

Een evenwichtige wereldgroei vereist ook een meer algemene herbalancering van de vraag; het zwaartepunt van die vraag zal derhalve moeten verschuiven van de deficitlanden naar de surpluslanden. De Amerikaanse gezinnen verhoogden hun spaarquote medio 2009 tot 7,2 % van hun netto beschikbaar inkomen (na een absoluut dieptepunt van 1,2 % in het derde kwartaal van 2005), dit ten einde hun verzwakte vermogenspositie te herstellen en hun schulden af te bouwen. Inmiddels is die quote reeds opnieuw gezakt tot ongeveer 6,2 % begin 2010. Alleszins voorspellen Amerikaanse en internationale instellingen voor de komende jaren een structureel hogere spaarquote dan vóór het uitbreken van de financiële crisis. De Amerikaanse gezinnen zijn zich immers meer bewust geworden van zeldzame, maar extreme correcties van de activaprijzen; hoge verwachtingen inzake beursrendement zijn helemaal niet vanzelfsprekend gebleken en ook de mening dat huizenprijzen zelden of nooit zakken, blijkt onwaar te zijn. Bovendien is een terugkeer naar de uiterst soepele kredietverlening van vóór de crisis weinig waarschijnlijk, zelfs ongewenst. Deze factoren zouden aldus impliceren dat de Amerikaanse gezinnen de komende jaren matiger zullen consumeren dan tijdens de periode 1992-2007 en dus niet meer de rol van *world consumer of last resort* zullen spelen.

Om die reden stellen velen hun hoop op Azië om de wereldvraag te trekken. De Aziatische economieën waren in ieder geval de eerste die zich van de internationale

GRAFIEK 9 PARTICULIERE CONSUMPTIE IN 2007
(in % van het wereldtotaal, tegen marktwisselkoersen)



Bron: Wereldbank (World Development Indicators).

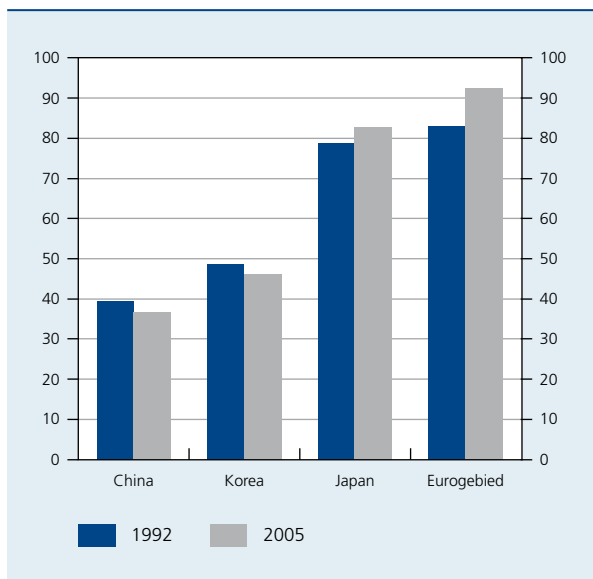
economische en financiële crisis herstelden. Ondertussen lijkt de snelle groei van het bbp in die regio stevig verankerd. De Wereldbank voorspelt voor dit jaar een groei met 8,7 % in opkomend Oost-Azië. De reeds ingezette verschuiving van het zwaartepunt van de wereldvraag naar deze regio lijkt hierdoor te worden bespoedigd. China, de grootste opkomende economie, was het brandpunt van de economische opleving in de regio en leverde in 2009 de belangrijkste bijdrage tot de groei van de wereldeconomie.

Niettemin blijft de vraag in hoeverre een heroriëntatie van China's groeimodel voldoende zal zijn voor een duurzaam herstel van de wereldeconomie. Hoewel het aandeel van China in het mondiale bbp aanzienlijk is toegenomen, is deze ontwikkeling gepaard gegaan met een forse stijging van de spaarquote van de gezinnen, en is de Chinese groei in hoge mate afhankelijk gebleven van de afzetmarkten in de geavanceerde landen, waar de groeivoorzichten voor de komende jaren minder rooskleurig zijn. De omvang van de particuliere consumptie in China lijkt op dit ogenblik te gering om de groeivertraging van de Amerikaanse consumptie op te vangen. Zo zou, mechanisch berekend, de groeiversnelling van de consumptie in China op z'n minst ongeveer zeven keer groter moeten zijn dan de groeivertraging van de consumptie in de VS.

Bovendien blijft China, ondanks hoge groeicijfers voor de invoer van consumptiegoederen (gemiddeld 15 % over

GRAFIEK 10 OVERLAPPING VAN DE INVOER MET DE VS – CONSUMPTIEGOEDEREN

(100 wijst op een perfect overlappende samenstelling van de invoer)



Bron: Regional Economic Outlook IMF, October 2009.

de laatste 15 jaar tegenover een wereldgemiddelde van 10 %), een marginaal importeur van consumptiegoederen. Dat komt doordat de Chinese particuliere consumptie slechts een klein aandeel heeft in het werelddotaal, en doordat de invoercomponent van de particuliere consumptie er veel lager is. Bijgevolg is ook de bijdrage van China tot de groei van de wereldinvoer van consumptiegoederen relatief beperkt (ongeveer 4 % tijdens de afgelopen jaren).

Voorts zijn er grote verschillen tussen de ingevoerde consumptiegoederen in China en in de VS; slechts 35 % van de consumptiegoederenkorf van China is vergelijkbaar met die van de VS. Naarmate zich op termijn een geografische verschuiving van de wereldvraag richting opkomende economieën voordoet, zal dit ook de samenstelling van die vraag beïnvloeden. Veranderende consumptiepatronen op wereldvlak zullen dan tevens een aanpassing van de productielijnen vereisen; om deze sectorale reorganisatie vlot te laten verlopen, is een flexibele werking van de kapitaal- en de arbeidsmarkten wenselijk.

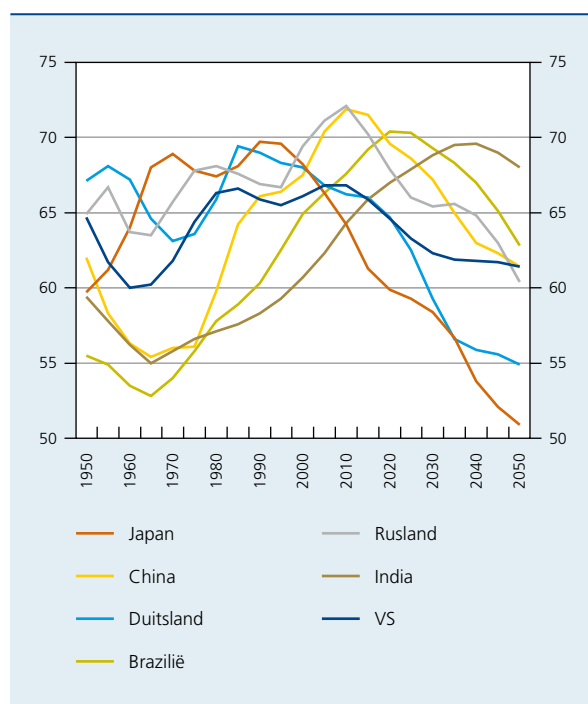
Aangezien structurele maatregelen in het beste geval effect sorteren op middellange termijn, zal het herstel van het mondiaal evenwicht wellicht gepaard gaan met een overgangsfase, waarin de achteruitgang van de Amerikaanse consumptie niet volledig zal worden

gecompenseerd door bestedingen in andere landen. De beweging in de richting van een duurzaam nieuw evenwicht dreigt dus een proces van lange adem te worden, met in de tussentijd misschien wel een wereldwijde groeivertraging.

Afgezien van het middellange termijnresultaat van structurele hervormingen, kondigen zich op langere termijn wel een aantal veelbelovende ontwikkelingen aan. Zo zou de komende decennia de verwachte stijging van de afhankelijkheidsratio in de opkomende economieën (met uitzondering van India, Brazilië en Indonesië) volgens het levenscyclusmodel de spaarquoten kunnen drukken. Een hoger welvaartspeil zou ook een nieuwe middenklasse creëren met een aanzienlijk consumptiepotentieel. Dit effect zou vooral spelen in de meest bevolkte economieën, bijvoorbeeld India en China, en op termijn belangrijke implicaties hebben voor de consumptiepatronen wereldwijd. Hieraan gekoppeld, zouden zich binnen het consumptiepatroon aanzienlijke verschuivingen voordoen, weg van voedingswaren en kledij naar energie en duurzame consumptiegoederen. Het is daarom niet ondenkbeeldig dat deze ontwikkeling gepaard zal gaan met een verscherping van de concurrentie op het vlak van schaarse energiebronnen en een zwaardere belasting van het milieu.

GRAFIEK 11 DE CHINESE BEVOLKING OP ARBEIDSLEEFTIJD BEREIKT ROND 2010 EEN PIEK

(aandeel van de 15-64-jarigen in de totale bevolking, in %)



Bron: UN World Population Prospects, 2008 Revision.

Conclusie

Een duurzaam en evenwichtig groeipad voor de wereld-economie vereist dat landen met voorheen zware externe en interne onevenwichten een fundamenteel andere koers gaan varen.

Deficitlanden zullen hun omvangrijke lopende tekorten die ze hebben opgebouwd door minder te produceren dan ze besteden en door minder te sparen dan ze investeren, moeten afbouwen. Zij zullen hun bestedingen moeten aanpassen en hun aandacht moeten verleggen naar de uitvoersector. De sectorale verschuivingen en herverdelingseffecten die met een interne herbalancering gepaard zullen gaan, zullen een spanningsveld creëren tussen winnaars en verliezers. Het zal geen sinecure zijn om tegelijkertijd het macro-economisch evenwicht te herstellen, een sociale en politieke consensus te bereiken, én de voorwaarden voor toekomstige groei te creëren. Dit zal a fortiori het geval zijn voor landen waar de overheid in de nasleep van de crisis een zware supplementaire overheidsschuld heeft opgebouwd. Zelfs een geleidelijke vermindering van grote overheidstekorten kan een periode van trage groei inluiden. Landen met ernstige concurrentieproblemen staan ook voor een grote uitdaging. Gelet op product- en arbeidsmarktrigiditeiten kan het herwinnen van het concurrentievermogen in deze landen een pijnlijk en aanslepend proces worden.

Om de vraaguitval in deficitlanden te compenseren, wordt een beroep gedaan op de surpluslanden: als de binnenlandse vraag in deze laatste niet aantrekt, dreigt de wereld-economie te worden geconfronteerd met een tekort aan geaggregeerde vraag en een overtollige productiecapaciteit. Surpluslanden zullen hun uitvoerafhankelijkheid moeten verminderen, wat impliceert dat ze hun groeimodel op de binnenlandse markt gaan richten. Ook hier zal de ommekeer gepaard gaan met politieke spanningen. Zo heeft de industriële sector in China jarenlang als spil van de economische, sociale en politieke orde

gefungeerd. Het ongedaan maken van de privileges ten voordele van deze sector zal machtsverschuivingen impliceren in het politieke, sociale en economische landschap.

Toch zijn er enkele hoopvolle tekenen. Zo wordt China zich steeds meer bewust van de noodzaak van een verschuiving van zijn groeipatroon van uitvoer en uitvoerge-relateerde investeringen in de richting van binnenlandse consumptie. Een krachtige groei en relatief gezonde overheidsfinanciën bieden China de juiste randvoorwaarden om die verschuiving te realiseren. De politieke wil hiertoe lijkt aanwezig. Bovendien is China een centraal bestuurd land dat in het verleden reeds heeft aangetoond op relatief korte termijn drastische hervormingen te kunnen doorvoeren. De VS van hun kant erkennen de noodzaak van een sanering van de overheidsfinanciën en van een meer dynamische uitvoer; ze zouden opnieuw het oude pad van een consumptiegedreven groei kunnen bewandelen, maar de winst die hun dat zou opleveren, zou wellicht van korte duur zijn, en de distorsies die aanleiding hebben gegeven tot de crisis, zouden uiteindelijk blijven sluimeren, mogelijk tot een volgende crisis. Indien deze hoopvolle beleidsintenties in de verschillende regio's en landen ook werkelijk worden uitgevoerd, kan de wereld-economie er baat bij hebben. Niet alleen in de toekomst, maar ook vandaag reeds is de inzet hoe dan ook groot, om het broze herstel na de crisis te bestendigen.

Niettemin blijft het herbalanceren van de wereld-economie een zware uitdaging, met mogelijk spanningen tussen landen omtrent de verdeling van de negatieve welvaartseffecten. Vandaar het belang van een internationaal platform, dat een mondiaal en krachtig beleidsantwoord kan bieden waarin alle deficit- en surplus-economieën hun rol spelen. Op dit vlak is het engagement van de G20-leiders in de lijn van het Framework veelbelovend. Een efficiënt toezicht op de vooruitgang die in de surplus- en deficitlanden wordt geboekt en dat discipline afdwingt en *peer pressure* uitoefent, blijft evenwel noodzakelijk. De G20 zal ook daarbij een cruciale rol spelen.

Bibliografie

- Abbas S.M.A., J. Bouhga-Hagbe, A.J. Fatás, P. Mauro and R.C. Velloso (2010), *Fiscal policy and the current account*, IMF Working Paper, May.
- Asian Development Bank (2009), «Rebalancing Asia's growth. A question of balance», *Asian Development Outlook*.
- Aziz J. and L. Cui (2007), *Explaining China's low consumption: The neglected role of household income*, IMF Working Paper, July.
- Bank of England (2009), «Global imbalances and the financial crisis», *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, Q3.
- BIS (2010), *80th Annual Report*.
- Blanchard O. (2009), «Sustaining a global recovery», *Finance & Development*, 46 (3), September.
- Blanchard O. (2010), *Saving scenarios for Emerging Asia and the United States*.
- Blanchard O. and F. Giavazzi (2005), *Rebalancing growth in China: A three-handed approach*, CEPR Discussion Paper 5403.
- Blanchard O. and G. M. Milesi-Ferretti (2009), *Global imbalances: In midstream?*, IMF Staff Position Note 09/29, December.
- Bosworth B. and S. Collins (2009), *The US external deficit: A soft landing, doomed or delayed?*
- Bosworth B. and S. Collins (2010), *Rebalancing the US economy in a post-crisis world*, The Brookings Institution, April.
- Bracke T., M. Bussière, M. Fidora and R. Straub (2008), *A framework for assessing global imbalances*, ECB Occasional Paper 78, January.
- Butzen P., E. De Prest, S. Ide en H. Zimmer (2005), «Het tekort op de lopende rekening van de VS: ontstaansgeschiedenis en beleidsimplicaties», NBB, *Economisch Tijdschrift*, 2, 51-67.
- Council of Economic Advisors (CEA) (2010), *Economic Report of the President*.
- EC (2010a), «Global imbalances still casting a shadow», *European Economic Forecast*, Spring.
- EC (2010b), «Surveillance of Intra-euro area competitiveness and imbalances», *European Economy*, (1).
- ECB (2007), «Putting China's economic expansion in perspective», *ECB Monthly Bulletin*, January.
- ECB (2010), «Prospects for real and financial imbalances and a global rebalancing», *ECB Monthly Bulletin*, April.
- Eugène, B. en W. Melyn (2003), «Een persistent positief financieringssaldo: een structureel kenmerk van de Belgische economie», NBB, *Economisch Tijdschrift*, IV, 81-95.
- Feldstein M. (2008), *Resolving the global imbalance*.
- Guo K. and P. N'Diaye (2010), *Determinants of China's private consumption: An international perspective*, IMF Working Paper, April.
- G20 (2009a), *Leaders' statement*, The Pittsburgh Summit, September 24-25.

- G20 (2009b), *Communiqué*, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, November 7.
- Hüfner F. and I. Koske (2010), *Explaining household saving rates in G7 countries: Implications for Germany*, OECD Economics Department Working Papers 754.
- IMF (2007), *The multilateral consultation on global imbalances*, IMF Issues Brief, April.
- IMF (2009a), « Beyond 2010: How will the global economy rebalance? », *IMF World Economic Outlook*, October.
- IMF (2009b), *The G-20 mutual assessment process and the role of the Fund*, December 2.
- IMF (2010a), *Global economic prospects and policy challenges*, Meetings of G-20 Deputies, February 27, Seoul, Korea.
- IMF (2010b), « Leading the global recovery. Rebalancing for the medium term », *IMF Regional Economic Outlook – Asia and Pacific*, April.
- IMF (2010c), « Rebalancing growth », *IMF World Economic Outlook*, April.
- IMF (2010d), « Rebalancing global demand: What will take up the baton from the US consumer? », *IMF Regional Economic Outlook – Western Hemisphere*, May.
- IMF (2010e), *G-20 Mutual assessment process – Alternative policy scenarios*, G-20 Toronto Summit, June 26-27.
- Kohn D.L. (2010), *Global imbalances*, Speech by the Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, May 11.
- Mody A. and F. Ohnsorge (2010), *After the crisis: Lower consumption growth but narrower global imbalances?*, IMF Working Paper, January.
- NBB (2006), « Onevenwichtigheden in de lopende rekeningen van de betalingsbalansen », Kader 1, *Verslag 2005*.
- NBB (2010), « Naar een nieuw evenwicht in de mondiale vraag », Kader 1, *Verslag 2009*.
- OECD (2010a), *2009 Economic Review – China*, OECD Economic and Development Committee, January.
- OECD (2010b), *China in the 2010s: Rebalancing growth and strengthening social safety nets*, OECD Contribution to the China Development Forum, Beijing, March 20-22.
- Prasad E. (2009), *Rebalancing growth in Asia*, NBER Working Paper 15169, July.
- Reserve Bank of Australia (2009), « Patterns and trends in global saving and investment ratios », *Bulletin of the Reserve Bank of Australia*, September.
- Visco I. (2009), *Global imbalances in the financial crisis and the international monetary system*, distinguished lecture at the XVIII International Conference on « Money, Banking and Finance », Roma, December 4