

# Mondiale onevenwichtigheden en de financiële crisis

*Sinds eind jaren negentig kampt de wereldeconomie met sterk toenemende onevenwichtigheden op betalingsbalansen. Er zijn steeds sterkere aanwijzingen dat de ontwikkelingen achter deze mondiale onevenwichtigheden hebben bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis, al is de precieze invloed nog controversieel en onzeker. Mede door globalisering heeft de crisis zich ongekend snel over de wereld verspreid, waarbij ook de opkomende landen hard werden geraakt. De crisis heeft de onevenwichtigheden wel verminderd, maar het is nog niet duidelijk of deze vermindering structureel is. Een structurele aanpassing zou het herstel van de wereldeconomie bevorderen, en de kans op toekomstige crises verkleinen.*

## De mondiale onevenwichtigheden en de opkomende economieën

Sinds begin jaren negentig kampt de wereldeconomie met toenemende onevenwichtigheden op betalingsbalansen (grafiek 1). Meest opvallend is het oplopende Amerikaanse tekort op de lopende rekening, tot 6,0% van het bruto binnenlands product in 2006. Hier tegenover stonden stijgende overschotten in onder andere de olie-exporterende landen (bijna 16% bbp in 2006) en China. Het overschot van China steeg explosief, van onder 1% bbp in 1996 tot bijna 11% bbp in 2007. Periodes van onevenwichtigheden komen vaker voor, maar de huidige situatie is erg bijzonder. Ten eerste zijn de tekorten en overschotten zeer groot en hardnekkig. In 2006 had de vs het grootste tekort op de lopende rekening sinds 1870. Deels komt dit door globalisering. Door toename van handels- en kapitaalstromen zijn tekorten en overschotten makkelijker vol te houden. Ten tweede stroomt er voor het eerst sinds eind 19e eeuw kapitaal van opkomende landen naar rijke landen. Nieuwe machten als China zijn de grootste schuldeisers van de vs geworden.

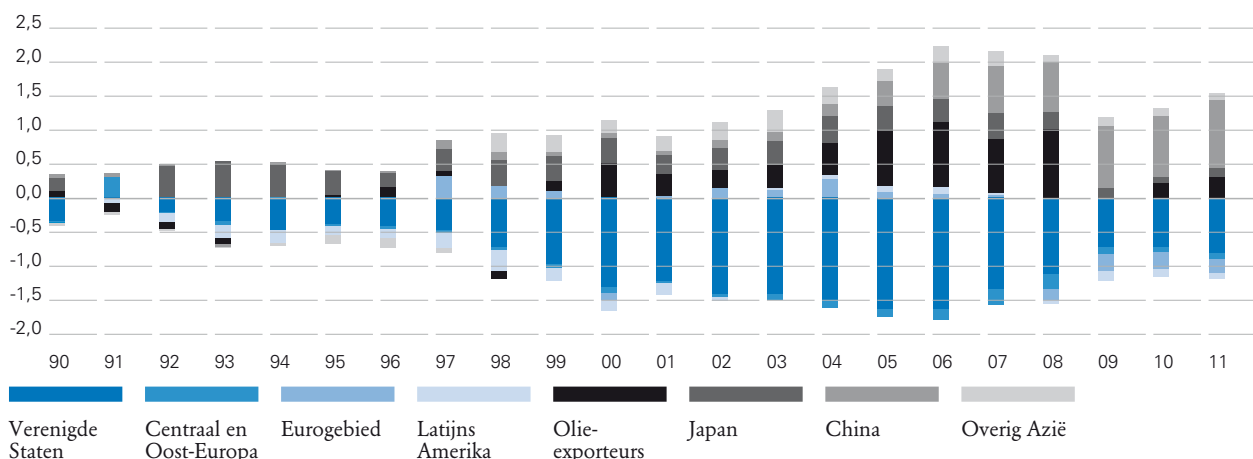
Het tekort in de vs is vooral ontstaan door de sterke particuliere consumptie. Deze steeg van bijna 62% bbp in 1982 tot een naorlogs record van ruim 70% in 2007. Stijgende aandelen- en huizenprijzen zorgden voor vermogenswinsten, terwijl de daling van de kapitaalmarktrente het makkelijker maakte om te lenen. Sinds 1982 daalde de particuliere spaarquote van ruim 11% van het beschikbare inkomen tot minder dan 1%, en verdubbelde de schulden van huishoudens tot 130% van het

beschikbare inkomen (grafiek 2). De overschotten in andere landen komen vooral door stijgende particuliere besparingen en een daling van de investeringen. Olie-exporterende landen hebben de enorme opbrengsten die voortkomen uit de gestegen olieprijs in belangrijke mate opgepot. Veel economieën in Azië kennen een hoge spaarquote, deels omdat bedrijven en particulieren door de onderontwikkelde financiële markten moeilijk kunnen lenen. Door gebrekkige sociale voorzieningen sparen mensen ook voor het geval ze hun baan verliezen, de oude dag of onderwijs gaan volgen. Daarnaast streven veel opkomende landen tegenwoordig actief naar overschotten op de lopende rekening. In de jaren tachtig en negentig leidden tekorten namelijk diverse malen tot uitstroom van kapitaal en diepe crises, die zorgden voor een pijnlijke correctie van het tekort (grafiek 3). Veel overheden begonnen daarom de concurrentiepositie van hun land te ondersteunen. Via interventies hielden ze hun wisselkoers laag, en via sterilisaties probeerden ze te voorkomen dat dit beleid tot hogere inflatie zou leiden. Dankzij de zo ontstane overschotten op de lopende rekening verzamelden deze landen reserves die beschermen tegen kapitaaluitstroom. Bovendien maakte de stimulering van de export een snelle bbp-groei en een snelle invoering van Westerse productietechnieken mogelijk.

Velen vreesden dat de onevenwichtigheden niet houdbaar waren. Het wegvallen van de financiering van het Amerikaanse tekort kon leiden tot een abrupte stijging van de lange rente, een abrupte daling van de dollar en mogelijk een wereldwijde crisis. Een doomsce-nario langs deze lijnen is echter tot nu toe niet uitgekomen.

### Grafiek 1 Tekorten en overschotten op de lopende rekening

Percentage van het wereld-bbp (2009-2011 ramingen IMF WEO April 2009)



men. Tussen 2003 en 2007 maakte de wereldeconomie zelfs de grootste groeispurt in de afgelopen dertig jaar door. De landen met overschotten bleven hun besparingen graag investeren in de vs. De diepe en liquide financiële markten in de vs zijn een goed alternatief voor de onderontwikkelde markten in Azië. Bovendien zijn Amerikaanse staatsobligaties aantrekkelijk vanwege de voorkeur van Aziatische investeerders voor veilige activa. Daarnaast is de dollar de belangrijkste reserve-munt in de wereld. De vs kon het tekort dus makkelijk financieren; sinds het begin van de crisis apprecieerde de dollar zelfs.

### Hebben mondiale onevenwichtigheden bijgedragen aan de financiële crisis?

De ontwikkelingen die zorgden voor de grote tekorten en overschotten op de lopende rekening hebben waarschijnlijk ook bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis. Er bestaat echter nog geen consensus over de manier waarop. Volgens sommige economen zijn de oorzaken van de kredietcrisis vooral binnen de vs zelf te vinden. Financiële innovatie – zoals securitisatie – heeft bijgedragen aan te uitbundige krediet-groei, waarbij onvoldoende oog was voor de kwaliteit van leningen. Het expansieve monetaire en budgettaire beleid heeft volgens deze economen de zeepbel in vermogensprijzen mede gevoed. Zo zou de Federal Reserve de beleidsrente na de recessie van 2001 te lang te laag hebben gehouden (Taylor, 2009). Andere economen zien ook de overschotten in Azië echter als een belangrijke factor achter de crisis. Het inzicht in de mate waarin en in de onderliggende mechanismen is nog groeiende. Waarschijnlijk heeft de grote toestroom van besparingen uit Azië de Amerikaanse kredietverlening helpen financieren door de kapitaalmarktrente laag te houden. Volgens Warnock en Warnock (2006) hebben buitenlandse aankopen van Amerikaanse staatsobligaties tussen 2004 en 2005 de kapitaalmarktrente met 90 basispunten gedrukt. De grote vraag naar staatsobligaties en de lage rente zouden ook een zoektocht naar rendement op gang hebben gebracht, die risicopremies drukte tot zeer lage niveaus. Dit heeft de risico's in de financiële sector sterk vergroot (Brender en Pisani, 2009). Sommigen denken zelfs dat de besparingen in Azië direct hebben bijgedragen aan de lage beleidsrente in de vs (Wolf, 2009). Deze hogere besparingen betekenen een negatieve schok die wereldwijd groei en inflatie drukt. Het grotere aandeel van goedkope importen uit Azië heeft bovendien een direct neerwaarts effect gehad

op de prijsstijgingen in het Westen. In lijn met de theorie reageerden Westerse centrale banken met relatief lage beleidsrentes. In de recessie van 2001 verlaagde vooral de Amerikaanse Fed de rente sterk om deflatie te voorkomen. Dit beleid stimuleerde de Amerikaanse consumptie en verzachtte de recessie, maar het beleid voedde tegelijkertijd de zeepbel op de huizen- en aandelenmarkt.

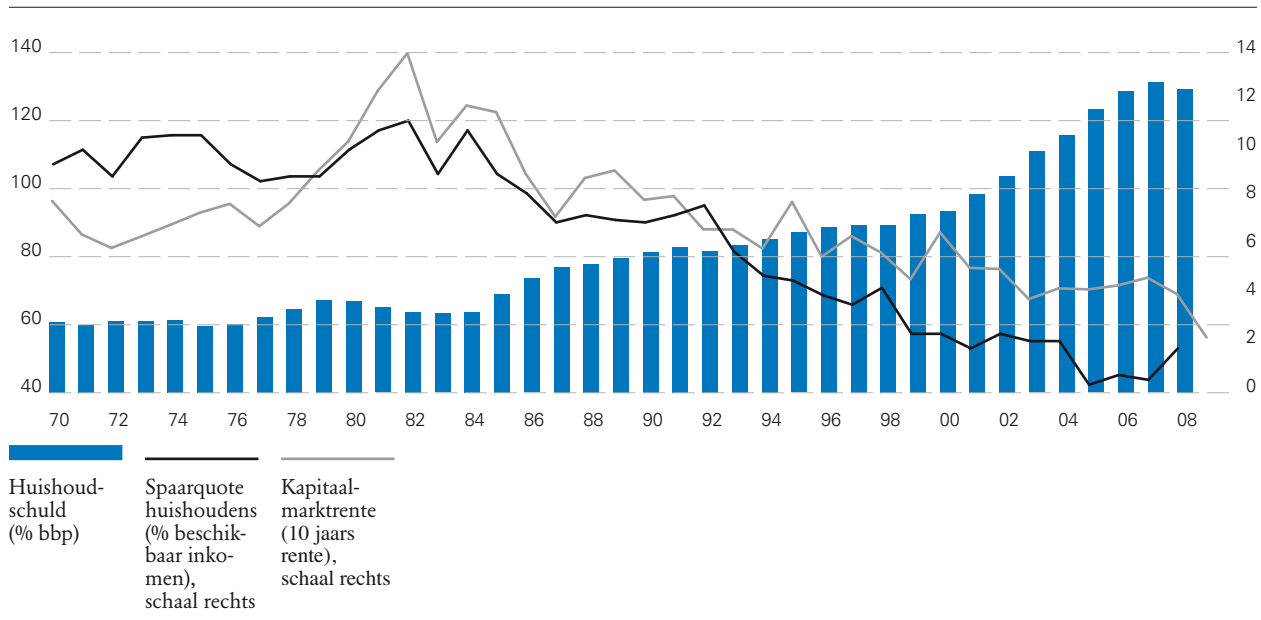
### Leidt de crisis tot verder verschuivende machtsverhoudingen?

De crisis heeft zich ongekend snel over de wereld verspreid. Door globalisering is geen enkel land meer immuun voor wat elders gebeurt. Eén besmettingskanaal vormden de doorverkochte Amerikaanse hypotheeken. Volgens IMF-schattingen moeten banken wereldwijd us 1,300 miljard dollar afschrijven op deze giftige producten, waarvan bijna 390 miljard neerslaat buiten de vs. Ook zorgde een scherpe stijging van de risico-aversie op de financiële markten wereldwijd voor dalende koersen en hogere risicopremies. Voor opkomende economieën sloeg de kapitaalinstroom abrupt om van 3% BBP in 2007 naar een uitstroom van naar verwachting 0,7% bbp in 2009. Deze omslag ging gepaard met het scherp oplopen van risicopremies tot zeer hoge niveaus, met het opdrogen van krediet en soms met dalende wisselkoersen. Voor grondstoffenproducerende landen vormt de daling van de grondstoffenprijzen in de tweede helft van 2008 bovendien een fors ruilverlies. Een ander belangrijk transmissiekanaal was de enorme daling van de wereldhandel met ruim 20% sinds juli 2008. De sterk gedaalde vraag naar kapitaal- en duurzame consumptiegoederen raakte exportgerichte landen als Japan hard. Daarnaast was er gebrek aan handelskrediet door problemen in de bancaire sector. Ook zijn productieprocessen door globalisering steeds meer gefragmenteerd over verschillende landen. Nederlandse varkens worden bijvoorbeeld naar Italië gebracht om er originele parham van te maken. Deze geleidelijke internationalisatie van de productie heeft geleid tot een relatief snelle groei van de wereldhandel. De consequentie is echter dat een negatieve productieschok ook gepaard gaat met een snellere en grotere daling van deze wereldhandel.

Meestal zorgen de vs voor het herstel van de wereldeconomie. Tussen 2000 en 2006 kwam een derde van de mondiale consumptiegroei uit Amerika. Deze groeimotor hapert echter, nu Amerikaanse consumenten meer sparen om hun vermogenspositie te verbeteren en hun hoge schulden af te lossen. Door de crisis is

**Grafiek 2 Huishoudschuld- en spaarquote vs**

Procenten beschikbaar inkomen resp. procenten, jaarcijfers



een bedrag ter waarde van 140% van het beschikbare inkomen aan aandelen- en huizenvermogen verdampt. Sommige mensen hopen dat Azië het stokje van de vs kan overnemen en de wereld uit de recessie kan leiden. Tussen 2003 en 2007 kwam 29% van de wereldwijde BBP-groei uit Azië, tegen 32% uit de G7-landen. Ook tijdens de crisis blijft de Aziatische groei relatief hoog. Toch is het de vraag of Azië de wereldeconomie echt uit het slop kan trekken. De exportgeleide groeistrategie maakt de regio erg afhankelijk van vraag uit Westerse landen. China's exporten bedroegen in 2007 38% BBP, waarvan 59% naar Westerse landen ging. Azië kan marktaandeel blijven winnen op internationale exportmarkten, maar zal ook last ondervinden van een zwakke vraag uit het Westen, zodat de hoge groei van de laatste jaren wellicht niet is vol te houden. De Chinese particuliere consumptie lijkt met een omvang van 37% BBP nog te laag om de terugval in China's exportgroei te compenseren, en helemaal om mondiaal voor voldoende effectieve vraag te zorgen. China's consumptie is slechts 4% van het wereld-BBP, tegen 15% voor die van de vs.

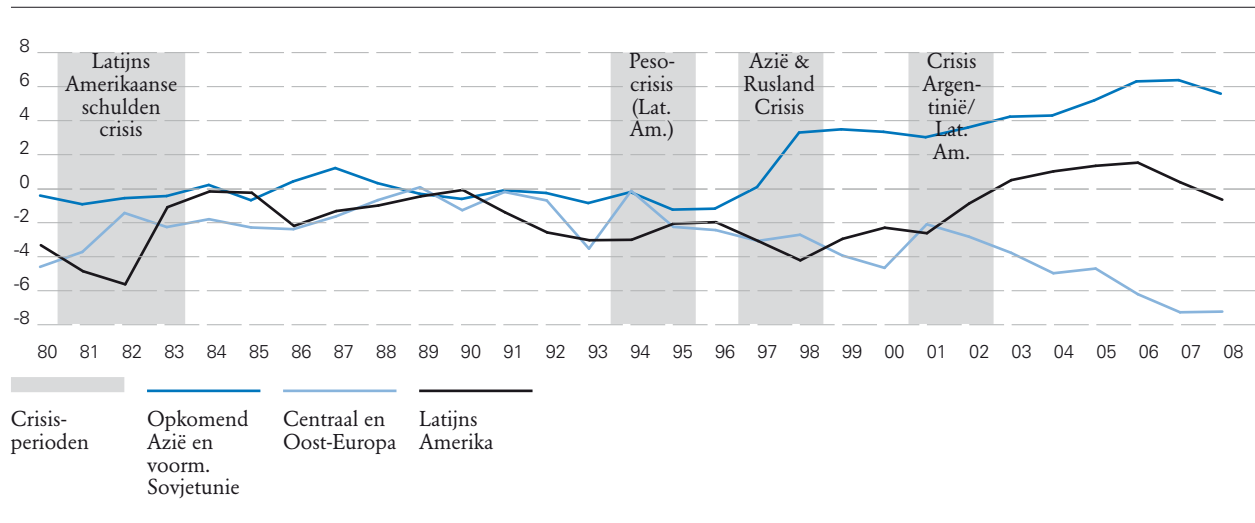
**Vermindert de kredietcrisis de mondiale onevenwichtigheden?**

Naar verwachting leidt de crisis tot een gedeeltelijke vermindering van de wereldwijde onevenwichtigheden (grafiek 1). Het Amerikaanse tekort op de lopende reke-

ning daalt fors tot 2,8% BBP in 2009, door de lagere olieprijs en hogere particuliere besparingen. Door de lagere olieprijs is ook het overschot van olie-exporterende landen bijna verdwenen, terwijl door de sterk teruggevalen wereldhandel het Japanse overschot afneemt tot 1,5% bbp in 2009. Opvallend genoeg blijft het overschot van China naar verwachting wel overeind. Mogelijk komt dit deels omdat China marktaandeel blijft winnen, en deels omdat in China exportvermindering direct leidt tot minder import. De Chinese exportproductie bestaat namelijk voor een deel uit de assemblage van halffabricaten uit andere landen. In hoeverre deze vermindering van de onevenwichtigheden vooral cyclisch is, is op voorhand lastig in te schatten. Enerzijds lijken veel structurele oorzaken voor de mondiale onevenwichtigheden te blijven bestaan, vooral het streven naar overschotten en de neiging om te investeren in Amerikaanse activa door Aziatische landen. Vanuit dit oogpunt bezien is de kans dus groot dat de onevenwichtigheden weer toenemen als de wereldeconomie aantrekt en de olieprijs oploopt (zie grafiek 1). Hier staat echter tegenover dat de hogere particuliere spaarquote in de vs waarschijnlijk een meer structureel karakter heeft. Daarnaast leidt de financiële crisis mogelijk tot hernieuwde beleidsinspanningen om de mondiale onevenwichtigheden aan te pakken, zeker naarmate blijkt dat ontwikkelingen die zorgden voor de opbouw van mondiale onevenwichtigheden ook hebben bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis.

### Grafiek 3 Financiële crises en saldo lopende rekening opkomende economieën

Procenten bbp



Een verdere vermindering van de mondiale onevenwichtigheden is welkom. Een sterkere binnenlandse vraag in overschotlanden maakt de wereldeconomie minder afhankelijk van consumptie in de vs, en zou daarmee het herstel kunnen bespoedigen. Bovendien vermindert dit de kans op nieuwe crises. Eén potentiële bron van crises blijft immers het abrupt opdrogen van de financiering van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening. De risico's hierop nemen toe, nu het expansieve monetaire en budgettaire beleid van de vs het vertrouwen in de dollar kan ondermijnen. De Chinese twijfel over de dollar als reservemunt illustreert dat het land bezorgd is over de waarde van haar us 2.000 miljard aan internationale reserves, die vooral uit dollars bestaan. Een andere potentiële bron van crises is de creatie van nieuwe zeepbellen. Zonder daling van de besparingen in landen met grote overschotten op de lopende rekening blijft het herstel zwak. Dit kan beleidsmakers elders in de wereld verleiden om teveel monetair en budgettair te stimuleren, wat nieuwe zeepbellen in activaprijzen kan voeden. Als laatste kunnen te grote onevenwichtigheden leiden tot schadelijk protectionisme. Landen die herstellen van de recessie kunnen proberen hun positie te verbeteren ten koste van anderen. Denk aan aansporingen om 'lokaal te kopen' in de Amerikaanse en Chinese stimuleringspakketten.

Alle landen hebben belang bij een duurzame afname van de onevenwichtigheden. In grote lijnen is duidelijk wat er moet gebeuren, al vergt de invoering van maatregelen tijd en discussie. De vs hebben een goede monetaire en budgettaire exit-strategie nodig, om opnieuw oplopende tekorten op de lopende rekening te voor-

komen en het vertrouwen in de dollar te behouden. Azië – en vooral China – moet haar groeistrategie meer baseren op een duurzame toename van de binnenlandse consumptie. Dit vergt niet zozeer stimuleringspakketten, maar een verdere ontwikkeling van financiële markten en van sociale zekerheidsarrangementen. Op langere termijn kan ook een geleidelijke aanpassing van wisselkoersen behulpzaam zijn. Ook dichterbij huis kan een bijdrage worden geleverd aan het verminderen van de mondiale onevenwichtigheden. Met de uitvoering van structurele hervormingen en de bevordering van goed functionerende en flexibele goederen- en arbeidsmarkten zet Europa een belangrijke stap in de goede richting.

#### Literatuur

**Brender and Pisani** (2009), *Globalised Finance and its collapse*, [www.dexia.be](http://www.dexia.be).

**Taylor** (2009), *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER working paper nr. 14631.

**Warnock and Warnock** (2006), *International capital flows and us interest rates*, NBER working paper no. 12560.

**Wolf** (2009), *Fixing global finance*, Yale University Press.