



Aziatische economie onafhankelijker van Amerika

De Amerikaanse economie mindert vaart. Een groeivertraging in de Verenigde Staten kan langs vier kanalen doorwerken op de economieën in Azië. De uiteindelijke invloed is echter mede afhankelijk van de lokale economische omstandigheden. Deze zijn sinds de financiële crisis van 1997–98 significant veranderd.

In de VS vertraagt momenteel de groei als gevolg van de dieper wordende recessie op de huizenmarkt. Daarnaast hebben de problemen in het subprime segment van de hypotheekmarkt negatieve gevolgen op de financiële markten. De vooruitzichten voor de reële economie in de VS zijn op zijn best matig te noemen. De afgelopen jaren zijn de VS en Azië de trekpaarden van de mondiale economie geweest. Een belangrijke vraag is nu in hoeverre Azië gehinderd zal worden door de verdere verzwakking van de Amerikaanse conjunctuur. Volgens een oud gezegde vat iedereen in de wereld een kou als de VS niest. Zal dat ook dit keer voor Azië gelden? Het meest directe transmissiemechanisme waarlangs de invloed van een vertragende Amerikaanse economie zich doet gelden, is de internationale

handel. Azië is een wereldwijd centrum geworden voor de industriële productie en Amerikaanse consumenten zijn de belangrijkste groeiaanjagers van de wereldwijde vraag. De internationale handel is echter niet het enige kanaal waarlangs een vertraging van de Amerikaanse economie de ontwikkeling in Azië kan beïnvloeden. Ook de kapitaalstromen tussen de twee regio's moeten in aanmerking worden genomen, evenals de eventuele ruimte om een flexibel macro-economisch beleid te voeren. Tot slot is de beschikbaarheid van liquiditeiten een uiterst belangrijke bepalende factor voor de einduitkomst. De centrale vraag die nu beantwoord moet worden, is hoe de Aziatische economieën op deze onderscheiden punten scoren.

Handelsbelangen

Zoals hierboven al aangegeven, is de handel de meest directe route waarlangs een Amerikaanse vertraging de ontwikkelingen in Azië kan beïnvloeden. Tabel 1 toont voor elk land het aandeel van de export in het bbp, evenals het percentage van de totale export dat naar de VS gaat en het aandeel van de export naar de VS in het bbp. Hieruit blijkt dat het exportaandeel in het bbp sterk uiteenloopt. In

**HAN DE JONG EN
SERDAR KÜÇÜKAKIN**
Chief economist en senior
econoom bij het Econo-
misch Bureau van ABN
AMRO

Japan en India is dit aandeel het kleinst, terwijl het in Singapore, Hongkong en Maleisië het grootst is. Voor de meeste landen is het percentage van de export dat rechtstreeks is bestemd voor de VS relatief klein, d.w.z. tussen de tien en twintig procent. De laatste kolom toont het bbp-aandeel van de export naar de VS. De voor de handliggende conclusie is dat de omvang van een land een belangrijke factor is. Grotere en meer gesloten economieën als China, India en Japan zijn relatief minder gevoelig voor de Amerikaanse groei, terwijl de kleinere open economieën het sterkst reageren op de ontwikkelingen in de VS (Hongkong, Maleisië en Singapore). Het gaat hier om eerste orde effecten.

De afgelopen jaren is de interregionale handel in Azië veel sterker gegroeid dan de handel met landen buiten de regio, zoals de VS. En binnen de regio is de handel met China voor elk ander land relatief sterk gegroeid (zie tabel 2). Exclusief China heeft de export vanuit de regio naar de VS de afgelopen twee decennia een structurele daling ondergaan van 31,2 procent in 1986 naar 14,5 procent in 2006. Inclusief China is het deel van de export dat naar de VS gaat gedurende deze periode teruggelopen van 28,1 procent naar 16,8 procent. De export binnen Azië is in dezelfde periode toegenomen van 26,0 procent naar 43,8 procent. Deze groei komt vooral voort uit een snelle stijging van de export vanuit andere Aziatische landen naar China, van 4,6 procent in 1986 naar 19,8 procent in 2006. Met andere woorden, de economische ontwikkelingen in China worden steeds belangrijker voor de Aziatische landen.

De volgende vraag die beantwoord moet worden is hoe gevoelig de Chinese groeimachine is voor fluctuaties in de Amerikaanse conjunctuurcyclus. Een eenvoudige manier om deze vraag te beantwoorden is vast te stellen welk verband er bestaat tussen enerzijds de Chinese investeringen en industriële productie en anderzijds de Amerikaanse groei. In de periode 1971–2006 was de correlatie tussen de

tabel 1

	Export/bbp	Aandeel export naar VS in totale export	Aandeel export naar VS in bbp
China	35,0	21,0	7,3
Filippijnen	39,7	18,3	7,3
Hong Kong	166,7	15,1	25,2
India	13,2	17,2	2,3
Indonesië	31,6	11,3	3,6
Japan	14,8	22,8	3,4
Korea	37,4	13,0	4,9
Maleisië	102,9	18,8	19,3
Singapore	206,1	10,2	20,9
Taiwan	61,1	15,2	9,3
Thailand	63,4	15,4	9,5

Bron: Thomson Financial

Chinese investeringen en industriële productie en de Amerikaanse groei zeer gering, namelijk respectievelijk 0,16 en 0,30.

In het verlengde van deze geringe correlatie, laat ook de Chinese conjunctuur een zeer geringe correlatie zien met de Amerikaanse conjunctuur, $-0,03$ in de periode 1996–2006. Er is trouwens ook geen correlatie tussen China en de eurozone, $-0,2$. Daarentegen is er wel sprake van een relatief hoge correlatie tussen China en Japan: 0,54. Een mogelijke uitleg hiervoor is het snel toenemende belang van China voor Japan als afzetmarkt. Het aandeel van de uitvoer naar China is in de totale Japanse uitvoer in de periode 1996–2006 gestegen van 5,3 procent naar 14,4 procent.

Een mogelijke verklaring voor de gevonden geringe correlaties tussen China en Amerika is het feit dat de industriële productie, investeringen en dus uiteindelijk economische groei in China in sterke mate worden bepaald door politieke beslissingen. Wij noemen dit bureaucratisch ondernemerschap. De Chinese manier van ondernemen beschermt de Aziatische regio zodoende tot op zekere hoogte tegen een economische vertraging in de VS. Naar verwachting zal de economische groei in China de komende jaren (ruim) boven de tien procent bedragen. Met andere woorden, deze groeimotor zal voor de economieën in de regio ook de komende jaren tot op een zekere hoogte als een dam kunnen fungeren tegen een Amerikaanse groeivertraging.

Ter vergelijking, de industriële productie en investeringen van de eurozone laten met de conjunctuur van de VS in de periode 1996–2006 wel een relatief hoge correlatie zien van respectievelijk 0,68 en 0,49. In het verlengde van deze betrekkelijk hoge correlaties is er ook een hoge correlatie tussen de EMU en de VS conjunctuur, 0,50. Deze correlatie stijgt aanzienlijk tot 0,76 indien de Eurozone conjunctuur met twee kwartalen vertraging wordt opgenomen. De ontwikkelingen in de Amerikaanse economie werken dus met een vertraging door in de conjunctuur van het eurogebied. Oftewel, de Amerikaanse economie is belangrijker voor de Europese economie dan omgekeerd het geval is.

Deze hoge correlatie kan niet verklaard worden door alleen de handelsstromen tussen de twee regio's in ogenschouw te nemen. De Europese uitvoer naar de VS is met 14,4 procent in de totale uitvoer niet hoger dan het gemiddelde van de Aziatische landen. Voorts laat deze uitvoer sinds het begin van dit millennium een dalende trend zien. Een mogelijke verklaring moet gezocht worden in een wisselwerking van factoren, als kapitaalstromen tussen de beide regio's, de wisselkoers, aandelenkoersen en vertrouwenseffecten.

Kapitaalstromen

Kapitaalstromen vormen een ander transmissiekanaal waarlangs ontwikkelingen in de VS zich in Azië kunnen doen gelden. Als de groeivertraging in de VS mede gepaard zou gaan met toenemende risicoaversie in internationale kapitaalmarkten of simpelweg met verminderde kapitaaluitvoer, dan kan dat andere econo-

tabel 2

	Aandeel van export naar China in totale export	Aandeel export naar China in bbp
Filippijnen	9,8	3,9
Hongkong	47,0	77,9
India	7,8	1,0
Indonesië	7,6	2,4
Japan	14,3	2,1
Korea	24,6	9,1
Maleisië	7,2	7,4
Singapore	9,7	20,1
Taiwan	24,3	14,8
Thailand	9,0	5,7

Bron: Thomson Financial

mieën raken. Dit was de belangrijkste oorzaak van de Aziëcrisis in 1997–1998. Een snelle uitstroom van kapitaal dreef toen de rente op en veroorzaakte een waardedaling van de valuta's binnen de hele regio. Om het tij te keren werd het economische beleid in restrictieve zin bijgestuurd. Het gevolg was diepe recessie. Ofschoon dergelijke ontwikkelingen niet geheel kunnen worden uitgesloten aangezien veel afhangt van vertrouwen en sentiment, zijn er drie essentiële verschillen tussen toen en nu die zo'n negatieve spiraal nu onwaarschijnlijk maken. Ten eerste staat Azië er financieel ijzersterk voor. Bedrijven, gezinnen en overheden hebben over het algemeen een gezonde financiële positie. Oftewel, in vergelijking met de Aziëcrisis zijn de schuldenposities aanzienlijk weggewerkt. De schuldenproblematiek concentreert zich nu in de VS. Het gevolg van de gezonde positie van overheden en particuliere sector is uiteraard dat betalingsbalansen er navenant goed voorstaan. Azië is al jarenlang een netto kapitaalexporteur en daarom niet of minder afhankelijk van kapitaalvoer. Ten tweede hebben de meeste landen in Azië een forse deviezenreserve opgebouwd. Dit geeft deze landen een bijna onneembare verdedigingswal tegen kapitaalvlucht. Zelfs als er op grote schaal kapitaal uit de regio zou vluchten, dan hoeft het economische beleid niet direct restrictief te worden, omdat een dergelijke kapitaalvlucht gedurende een zekere periode kan worden opgevangen door deviezen te laten afvloeien. Ten derde deed de Aziëcrisis zich voor gedurende een periode waarin de Federal Reserve bezig was de rente te verhogen. Hierdoor werden de renteversillen tussen de VS en de regio kleiner en werd kapitaal teruggetrokken uit Azië. Inmiddels is de Fed begonnen met het verlagen van de rente. Dit zal naar verwachting de liquiditeitssituatie in Azië ondersteunen. Wij moeten hierbij echter wel opmerken dat de buitenlandse directe investeringen nog steeds een belangrijke bijdrage leveren aan de Chinese binnenlandse investeringen in vaste activa en dat deze wel te lijden zouden kunnen hebben van een cyclische neergang. China trekt twee keer zoveel buitenlandse directe investeringen aan als de rest van Azië bij elkaar, terwijl Hong Kong en Taiwan grote netto exporteurs zijn van buitenlandse directe investeringen, met name naar China. Maar omdat het grootste deel van de buitenlandse directe investeringen in China afkomstig is uit andere Aziatische landen, zal een vertraging van de Amerikaanse economie waarschijnlijk slechts een beperkte invloed hebben.

Flexibiliteit van macro-economisch beleid

De ruimte voor flexibiliteit bij het macro-economische beleid is een ander belangrijk punt bij de beoordeling van de potentiële gevolgen van een Amerikaanse groeivertraging. Met andere woorden, de mate waarin een land in staat is om via het monetaire en begrotingsbeleid compenserende maatregelen te nemen ter vergroting van de binnenlandse vraag is uiterst belangrijk.

De flexibiliteit van het monetaire beleid kan ruwweg worden afgemeten aan het niveau van de nominale rente. Landen met een hoge rente in absolute zin beschikken over meer ruimte voor verlaging omdat de nominale rente normaal gesproken niet minder dan nul kan bedragen. Het inflatieniveau, zoals weerspiegeld door de reële rente, stelt echter bepaalde beperkingen aan het beleid. Anderzijds zal, als de groei vertraagt, over het algemeen de deflatiedruk toenemen. Dit schept vervolgens ruimte voor een rentedaling. In dit verband vormt Japan – en in mindere mate Taiwan – een uitzondering doordat hier weinig ruimte is voor een eventueel noodzakelijke renteverlaging. Wel zouden Japan en Taiwan het monetaire beleid kunnen versoepelen door een kwantitatieve verruiming, oftewel het pompen van geld in de markt. Hong Kong heeft een relatief hoge rente, maar als gevolg van het huidige *currency board* systeem is het beleid niet flexibel. De meeste andere landen beschikken op de huidige niveaus over aanzienlijke flexibiliteit.

De flexibiliteit van het begrotingsbeleid kan worden afgemeten aan de ratio's voor het begrotingstekort en de omvang van de overheidsschuld als percentage van het bbp. India en Japan, gevolgd door Taiwan, hebben de grootste begro-

Omdat het grootste deel van de buitenlandse directe investeringen in China afkomstig is uit andere Aziatische landen, zal een vertraging van de Amerikaanse economie waarschijnlijk slechts een beperkte invloed hebben

tingstekorten. De andere landen hebben over het algemeen een gering tekort, wat een aanzienlijke mate van flexibiliteit impliceert. Binnen de regio heeft Japan verreweg de hoogste overheidsschuld als percentage van het bbp, namelijk ongeveer 175 procent (hoewel dit zich vrijwel geheel in het eigen land concentreert), gevolgd door India met 76 procent en de Filippijnen met 64 procent. In de andere landen is de omvang van de overheidsschuld niet problematisch. Ook Thailand moet echter gezien worden als een land met een geringe flexibiliteit, gegeven dat het huidige militaire regime alleen beschouwd kan worden als een interim-regering.

De absoluut hoge nominale rentes, die naar beneden aangepast kunnen worden bij een groeivertraging, in combinatie met een goede staat van de overheidsfinanciën, die indien nodig verruimd kunnen worden, bieden voldoende macro-economische flexibiliteit tegen een Amerikaanse groeivertraging.

Overvloedige liquiditeit

Een laatste reden waarom de Aziatische economieën zich los kunnen maken van de VS is de overvloedige liquiditeit in de regio (zie tabel 3). Deze overvloed is ten eerste te danken aan de snelle toename van de valuta-reserves binnen de regio (zie de discussie hierboven onder het kopje kapitaalstromen). Ten tweede heeft ook de relatief lage rente een belangrijk aandeel.

Eerder is aangegeven dat de rente bij het merendeel van de Aziatische landen in absolute zin hoog is en derhalve voldoende ruimte aanwezig is om de rente te verlagen bij een groeivertraging. Hier wordt de rente gerelateerd aan de economische ontwikkeling. De hoge rente in absolute zin kan, wanneer deze wordt gerelateerd aan de groei, toch relatief laag

tabel 3

Deviezenreserves in miljarden dollars

	1997	2006
China	142,8	1068,5
Filippijnen	7,3	20,0
Hong Kong	92,8	133,2
India	24,7	170,7
Indonesië	16,6	40,9
Japan	219,6	879,7
Korea	20,4	238,9
Maleisië	20,7	82,1
Singapore	71,4	136,3
Taiwan	83,5	266,1
Thailand	26,2	65,3

Bron: *Economist Intelligence Unit*

zijn. Met andere woorden, als een renteniveau de groei afremt is deze restrictief. Indien de groei wordt gestimuleerd is deze ruim. In Azië is het laatste het geval. Een goed voorbeeld is de officiële Chinese debetrente. Deze biedt met een niveau van 7,29 procent voldoende neerwaartse flexibiliteit, maar is gegeven een reële economische groei van rond de twaalf procent tevens zeer stimulerend.

Er zijn tenminste twee factoren die bijdragen aan de relatief lage rentestanden in Azië. Ten eerste is de inflatieontwikkeling over het algemeen gunstig geweest, ondanks de stijging van de wereldwijde grondstoffenprijzen in de afgelopen jaren. De gemiddelde inflatie is bij de tien grootste opkomende economieën in Azië minder dan drie procent. Het lijkt erop dat de rente door de toegenomen geloofwaardigheid van het anti-inflatiebeleid verder kon dalen. Alleen India lijkt te kampen met een aanzienlijk en hardnekkig inflatieprobleem. Bovendien hebben de opkomende Aziatische landen zich ongerust gemaakt over het mogelijke verlies aan concurrentiekracht als gevolg van de waardestijging van hun valuta's. Hierdoor zijn de centrale banken van deze landen geneigd tot renteverlaging. Het cruciale punt is echter dat deze lagere rentetarieven, in ieder geval tot nu toe, terecht zijn gebleken op grond van het gunstige inflatieverloop.

De tweede factor die de rente laag houdt, wordt gevormd door de hoge nettobesparingen, die tot uiting komen in het grote overschot op de lopende rekening van de meeste Aziatische landen. Het overschot op de lopende rekening is per definitie gelijk aan de binnenlandse besparingen minus de investeringen. Heeft een land een overschot op de lopende rekening, dan houdt dit in dat de binnenlandse besparingen groter zijn dan de binnenlandse investeringen. Tot op zekere hoogte kan dit worden toegeschreven aan de naweeën van de Aziatische crisis, toen de investeringen als percentage van het bbp in de meeste landen fors daalden. In de meeste landen is de investeringsquote niet meer teruggekeerd tot het niveau van voor de Azië crisis. India is een uitzondering. Daar vertegenwoordigen de investeringen een groot deel van het bbp, vertoont de lopende rekening een tekort en is de inflatiedruk het grootst. China en Vietnam, waar de investeringsquote eveneens hoog is, hebben minder last van een toenemende inflatiedruk. De recente stijging van de Chinese inflatie is volledig toe te schrijven aan stijgende voedselprijzen vooral als gevolg van blauwoor ziekte onder de biggen. De onderliggende kerninflatie bevindt zich al een geruime tijd rond de 1,5 procent.

Als gevolg van deze lage renteniveaus, uiteraard in combinatie met een hoge economische groei, is in China, Hong Kong, India, Indonesië en Korea

De sterke kredietgroei biedt steun aan de consumptieve bestedingen in Aziatische landen en compenseert, in belangrijke mate, een eventuele daling van de importvraag vanuit de VS

sprake van een sterke en verder versnellende kredietgroei. Deze ligt op jaarbasis tussen de twaalf en twintig procent, waarbij de snelste groei zich voordoet in China en India. Dit ondanks de monetaire verkrapping die in al deze landen, behalve Indonesië, wordt toegepast. De Indonesische centrale bank voert sinds de minivalutacrisis van 2005 een agressief versoepelingsbeleid.

In drie landen is sprake van een iets lagere kredietgroei in tussen de vijf en tien procent: de Filippijnen, Singapore en Maleisië. Daarentegen is de kredietgroei in zowel Taiwan als Thailand sterk afgenomen naar niet meer dan ongeveer twee procent op jaarbasis. Dit is voor een deel te wijten aan de politieke problemen in beide landen. De kredietgroei in Japan heeft zich geleidelijk hersteld maar blijft traag, wat in combinatie met het stijgende niveau van de inkomens steun biedt aan de consumptieve bestedingen. Toch is het belangrijkste punt dat zeven van de tien landen binnen de regio een sterke kredietgroei vertonen.

Deze sterke (en versnellende) kredietgroei biedt steun aan de consumptieve bestedingen in Aziatische landen en compenseert, in belangrijke mate, een eventuele daling van de importvraag vanuit de VS.

Conclusie

Het is duidelijk dat de groeiperspectieven voor de Amerikaanse economie voorlopig matig zijn en een recessie is geenszins uit te sluiten. In het verleden heeft dit steeds negatieve gevolgen gehad voor de rest van de wereld en zeker ook voor Azië. Dit keer, echter, heeft Azië een betere kans dan in het verleden om door te blijven groeien en geen al te grote negatieve gevolgen te ondervinden van de Amerikaanse conjuncturele inzinking. De Aziatische economieën hebben een zeer sterke financiële positie opgebouwd die kan dienen als buffer tegen eventuele financiële problemen. Bovendien is de Aziatische export (met uitzondering van die uit China) de afgelopen twintig jaar minder afhankelijk geworden van de VS. Met name de handelsbetrekkingen tussen de diverse landen binnen de regio nemen sterk in belang toe. Tot slot geeft de overvloedige liquiditeit binnen de regio een afdoende impuls aan de groei van de vraag vanuit de regio zelf, zodat het gat dat ontstaat door de afnemende importvraag vanuit de VS, gedeeltelijk wordt opgevuld.