

De Amerikaanse externe vermogenspositie

W.W. Boonstra

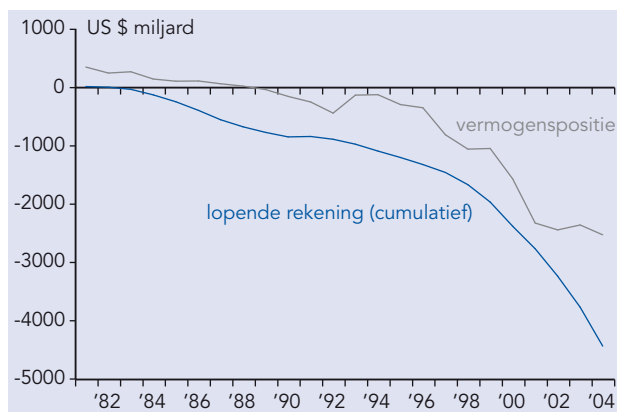
De auteur is hoofd economisch onderzoek van Rabobank Nederland. Tevens is hij verbonden als docent Geld- en bankwezen aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.
w.w.boonstra@rn.rabobank.nl

Door de aanhoudende tekorten op de Amerikaanse lopende rekening van de betalingsbalans is het land inmiddels veruit het grootste schuldenland ter wereld geworden. Een duidelijke verdere waardedaling van de dollar kan de Amerikaanse schuldpositie aanmerkelijk verlichten. Op dit moment wordt de dollar enkel op peil gehouden door interventies van Aziatische centrale banken. Dit is echter een zeer wankel evenwicht. De wereld moet dan ook rekening houden met een gestage verdere daling van de dollarkoers.

De Verenigde Staten (VS) boeken nu al vele jaren een omvangrijk tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Sinds 1980 heeft het land slechts eenmalig, in 1991, een miniem overschot geboekt, wat werd verklaard door de betalingen vanuit het Midden-Oosten voor de Amerikaanse inspanningen bij de eerste Golfoorlog. De laatste jaren is de Amerikaanse lopende rekening in versneld tempo verslechterd, waarbij het tekort is opgelopen tot meer dan \$ 800 miljard in 2005.

De VS moeten hun lopende rekeningtekorten financieren door de invoer van buitenlands kapitaal. Hierdoor heeft het land zich in de afgelopen 25 jaar ontwikkeld tot het grootste schuldenland in de wereld. In 1980 hadden de VS nog nettovorderingen op de wereld ter grootte van \$ 361 miljard, maar inmiddels is dit omgeslagen in een nettoschuldpositie van ruim \$ 2500 miljard in 2004.

Figuur 1. Lopende rekening en ontwikkeling vermogenspositie VS, 1980-2004



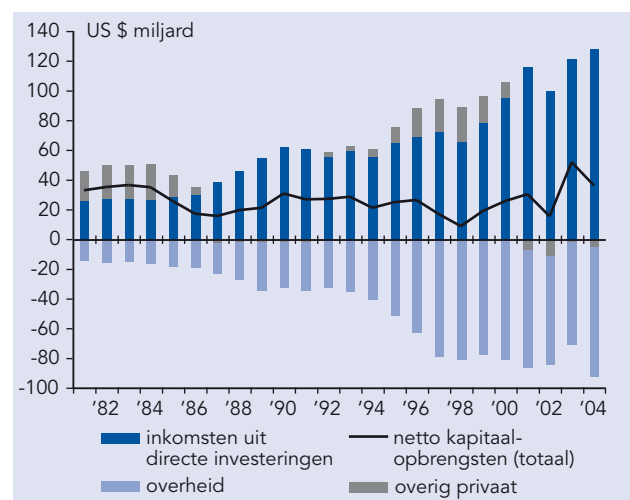
Bron: IMF, BEA

Dit heeft geleid tot een uitbundig debat in wetenschappelijke kringen over een mogelijke koersval van de dollar houdbaarheid van de Amerikaanse munt als ankervaluta van het financieel bestel op langere termijn (Obstfeld & Rogoff, 2004; Roubini & Setzer, 2004). Toch zijn er nog steeds economen die beweren dat de externe positie van de VS veel minder slecht is dan in het algemeen wordt aangenomen.

De benadering van de 'zwarte materie'

In deze laatste categorie wordt het meest extreme standpunt tot dusver ingenomen door twee Amerikaanse economen, Ricardo Hausmann en Frederico Sturzenegger. Zij stellen onomwonden dat de registratie van de betalingsbalans en die van de internationale vermogenspositie niet deugt. Hierbij baseren zij

Figuur 2. Uitsplitsing van de inkomensrekening van de VS, 1980-2004



Bron: BEA

zich niet alleen op het grote gat tussen het cumulatieve lopende rekeningtekort en de geregistreerde verslechtering van de vermogenspositie (figuur 1), maar zij kijken ook naar de ontwikkeling van de inkomensrekening van de betalingsbalans (figuur 2). De inkomensrekening laat per saldo nog steeds een overschot zien, ondanks de verslechterde vermogenspositie. Op zichzelf is dit een opmerkelijk fenomeen, omdat men zou verwachten dat een schuldenland per saldo betalingen aan het buitenland zou verrichten voor rente- en dividendbetalingen. Dergelijke betalingen worden zichtbaar op de inkomensrekening, een onderdeel van de lopende rekening. Bij de meeste schuldenlanden is inderdaad sprake van een negatieve inkomensrekening, maar niet bij de VS.

Bij de meeste schuldenlanden is inderdaad sprake van een negatieve inkomensrekening, maar niet bij de VS

Hausmann & Sturzenegger concluderen op grond van deze cijfers dat de Verenigde Staten helemaal geen tekort op de lopende rekening hebben. Zij redeneren dat als een land een overschot op de inkomensrekening van de betalingsbalans heeft, het ook een positief extern vermogen moet hebben. Hun berekening gaat als volgt. De VS hadden in 2004 een overschot op de inkomensrekening van circa \$ 30 miljard. Uitgaand van een gemiddeld rendement van vijf procent op het buitenlandse vermogen zou dat betekenen dat het land een netto *positief* buitenlands vermogen van \$ 600 miljard heeft, in plaats van de officieel gerapporteerde *schuldpositie*. Hun conclusie luidt dat de VS voor een bedrag van netto \$ 4700 miljard aan onzichtbare buitenlandse activa hebben (Hausmann & Sturzenegger, 2005a en 2005b).¹

Zij duiden dit verschil aan als 'zwarte materie' (black matter). Zij noemen *'superior returns on foreign direct investments'* als verklaring. Tevens duiden zij op zogenaamde 'seigniorage-inkomsten' doordat de dollar liquiditeit verschaft aan de wereld-economie. Hoewel in dit geval uiteraard geen sprake is van seigniorage volgens de gangbare terminologie, zijn er inderdaad wel duidelijke analogieën.²

De 'zwarte materie' nader bekeken

De redenering van Hausmann & Sturzenegger lijkt nogal ver gezocht. Toch is hun argumentatie minder vreemd dan deze op het eerste gezicht lijkt. Hun verklaring raakt namelijk aan het gegeven dat het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans steeds minder belangrijk is voor de ontwikkeling van de

1 Het bedrag van \$ 4700 miljard is het verschil tussen het door hen berekende nettovermogen van plus \$ 600 miljard en het cumulatieve tekort van circa \$ 4100 miljard.

2 Seigniorage of geldscheppingswinst ontstaat bij het in omloop brengen van onvolwaardig geld (waarde in het economisch verkeer als minder dan de intrinsieke waarde). De monetaire autoriteit die als eerste het geld in omloop brengt, behaalt bij uitgifte daarom eenmalig een winst. Bij papiergeld en giraal geld is dit in verhouding groot. Er zijn meerdere benaderingen om het verschijnsel seigniorage te kwantificeren. Een gangbare is de verandering in de monetaire basis (M0). Voor een uitvoerige uiteenzetting, zie Inklaar, Jong-A-Pin & De Haan (2005).

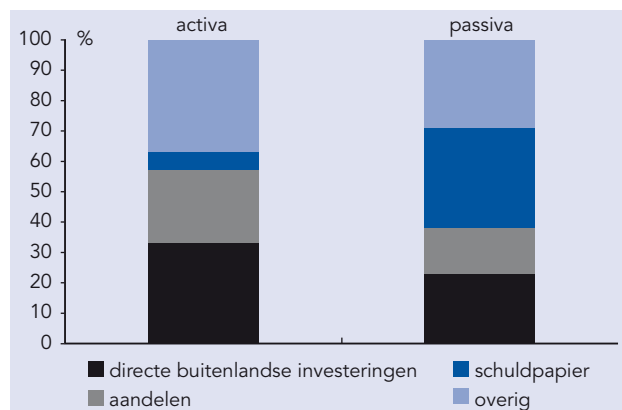
nettovermogenspositie van een land. Daarnaast wijzen zij terecht op het feit dat veel transacties niet geregistreerd worden op de betalingsbalans, al zijn er wat dit betreft in de loop der jaren veel verbeteringen doorgevoerd. Zeker origineel is hun benadering om de internationale activa en passiva te waarderen tegen het rendement dat deze opleveren, en de daaruit resulterende vermogensmutaties toe te rekenen aan het lopende verkeer.

Daar staat tegenover dat het door het gehanteerde standaardrendement van vijf procent volstrekt willekeurig is gekozen. Verder staat of valt hun analyse met de aanname dat een land met een positief saldo op de inkomensrekening van de betalingsbalans per definitie ook een crediteurland is. Met name deze laatste aanname roept de nodige vragen op. Een deel van de door Hausmann & Sturzenegger gesignaleerde ontwikkelingen kan namelijk heel goed worden verklaard zonder dat daar 'zwarte materie' voor nodig is.

Het vertrekpunt van veel beschouwingen over de externe vermogenspositie van landen is nog steeds het saldo op de lopende rekening. Een land dat hier een overschot op boekt, voegt toe aan zijn externe vermogen, terwijl tekortlanden een buitenlandse schuld opbouwen of interen op hun vermogen. Tegenwoordig vormt de lopende rekening nog maar een deel van de verklaring van de ontwikkeling van de externe vermogenspositie, en daarbij neemt het aandeel ervan trendmatig af. Dit komt doordat als gevolg van de globalisering landen steeds meer met elkaar verbonden zijn door middel van grensoverschrijdende beleggingen en directe buitenlandse investeringen. Vooral de industrielanden hebben zeer grote wederzijdse grensoverschrijdende investeringsposities opgebouwd. Dit geldt ook voor de VS. In 1980 had dit land buitenlandse activa ter waarde van \$ 930 miljard (circa 30 procent van het bbp) en passiva ter waarde van \$ 569 miljard (circa 20 procent van het bbp). Eind 2004 waren deze bedragen opgelopen tot respectievelijk \$ 9973 miljard voor de activa (71 procent) en \$ 12.515 miljard voor de passiva (96 procent).

Als gevolg van deze grote brutostanden wordt de ontwikkeling van het netto buitenlands vermogen steeds meer afhankelijk van het rendement dat men op het vermogen behaalt. Als daarbij de rendementen op grensoverschrijdende activa en passiva uiteen gaan lopen, krijgt de internationale vermogenspositie daarbij een geheel eigen dynamiek. De kans dat het rendement op de grensoverschrijdende activa en passiva uiteen gaat lopen neemt uiteraard toe naarmate de samenstelling hiervan uiteenloopt. Dit is zeker het geval voor wat betreft de VS. Zij hebben tot op de dag van vandaag een netto actiefpositie bij de directe

Figuur 3. Samenstelling internationale activa en passiva VS, 2003



Bron: IMF

investeringen en beleggingen in aandelen. Daarentegen wordt hun passiefpositie gedomineerd door schuld papier (figuur 3).

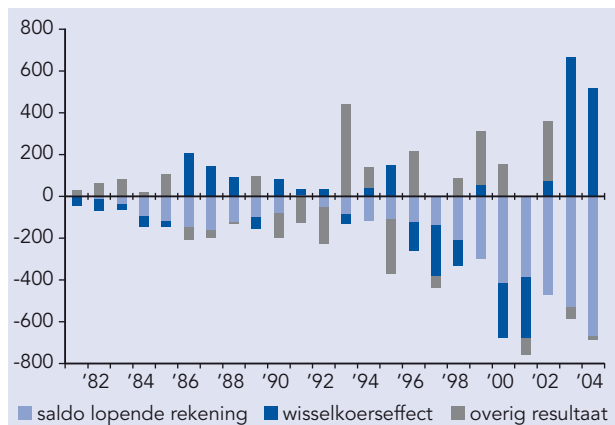
De VS hebben inderdaad vrijwel ieder jaar een positief netto resultaat geboekt op hun extern vermogen.³ Een deel wordt verklaard door de relatief grote Amerikaanse nadruk op meer risicovolle, maar daardoor veelal ook hoger renderende buitenlandse activa. Daarbij is het tamelijk willekeurig welk deel daarvoor zichtbaar wordt in de inkomensrekening van de betalingsbalans (zie kader).

Het verschil in rendement dat Amerikanen halen op hun buitenlandse bezittingen en het rendement van buitenlanders in de VS kan echter niet uitsluitend op grond van de samenstelling van de respectievelijke activa en passiva worden verklaard. Het verloop van de koers van de dollar speelt hierbij minstens een zo belangrijke rol. De Amerikaanse bezittingen in het buitenland luiden overwegend in de valuta van het gastland. Omgekeerd houden buitenlanders in het algemeen hun Amerikaanse bezittingen in dollars aan. Dit betekent dat als de dollar in waarde daalt, de dollarwaarde van de buitenlandse activa van de VS in waarde toeneemt, terwijl de internationale passiva (gemeeten in dollars) hierdoor niet worden geraakt. Een depreciatie van de dollar leidt dus niet alleen tot een verbetering van de Amerikaanse concurrentiepositie, maar draagt ook bij aan een verbetering van de Amerikaanse netto vermogenspositie.

De precieze spreiding van de grensoverschrijdende activa over de diverse valuta's is echter niet bekend. Verder is het zo, dat vooral beleggingsportefeuilles van dag tot dag kunnen worden aangepast, waarbij ook de valutaire samenstelling kan veranderen. Dat maakt het moeilijk om de exacte omvang van het wisselkoerseffect te berekenen.

De data zoals weergegeven in figuur 4 zijn daarom niet meer dan een ruwe benadering van het wisselkoerseffect.⁴ Hierbij heb ik gerekend met de nominale effectieve wisselkoers, zoals gepubliceerd in de International Financial Statistics van het IMF. Ik ga

Figuur 4. Mutaties extern vermogen VS uitgesplitst in lopende rekening, valuta en overig, 1981-2004



Bron: IMF, BEA, eigen bewerking

3 Naast de hier gesignaleerde component van de samenstelling van de activa en passiva is het natuurlijk ook van belang in hoeverre men succesvol is bij het internationaal investeren of beleggen. Daarbij komen tal van factoren om de hoek kijken, zoals de kwaliteit van de beleggers en grensoverschrijdend investerende ondernemers en de relatieve prestaties van economieën en aandelenbeurzen. Dit valt buiten het bestek van dit artikel, zie bijvoorbeeld Lane & Milesi-Feretti, 2005 of Boonstra, 2003.

4 Overigens staan op de website van het Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov), meer gedetailleerde berekeningen van het wisselkoerseffect, zij het voor een kortere periode.

er impliciet vanuit dat de buitenlandse activa van de VS dezelfde spreiding over landen kennen als de buitenlandse handelsstromen. Voorts veronderstel ik dat de buitenlandse activa van de VS voor 70 procent in lokale valuta luiden⁵ en dat de passiva van de VS uitsluitend in dollars luiden. Daardoor kan ik abstraheren van invloeden van valutabewegingen op de passiva. Ook dit is een vereenvoudiging, al bestaat wel de indruk dat deze veronderstelling opgaat voor het overgrote deel van de buitenlandse vorderingen op de VS.

Het blijkt dat het hier berekende wisselkoerseffect sterk doorwerkt in de externe vermogenspositie van de VS en in de meeste jaren groter is dan de post 'overig'. In de laatstgenoemde post komen zowel het samenstellingseffect als eventuele 'superieure rendementen' tot uiting. De absolute omvang van het wisselkoerseffect is daarbij trendmatig groter geworden. Dit is het gevolg van de grotere omvang van de bruto vermogens- en schuldposities. Dat verklaart bijvoorbeeld dat de dollardepreciatie in de jaren 2002-2004 een veel groter effect had op de buitenlandse schuldpositie dan de qua omvang vergelijkbare depreciatie in de tweede helft van de jaren tachtig.

De conclusie is dat het gat tussen het cumulatieve tekort op de lopende rekening en de ontwikkeling van de VS heel goed kan worden verklaard zonder een beroep te doen op 'zwarte materie'. Hetzelfde geldt voor het overschot op de inkomensrekening. En de 'superior returns' waar Hausmann & Sturzenegger over spreken, zijn voor het grootste deel het rechtstreekse gevolg van een waardedaling van de dollar.

Gevolgen voor de dollar

Als een depreciatie van de dollar leidt tot buitenlandse vermogenswinsten van de VS, dan betekent dat tegelijkertijd dat buitenlandse beleggers verlies lijden op dollarbezittingen. Gezien de zwakke externe positie van de VS zijn de fundamentele vooruitzichten voor de dollar niet gunstig. De Amerikaanse invoer is inmiddels ongeveer tweemaal zo groot als de uitvoer, zodat een meer evenwichtige handelsbalans alleen met een forse neerwaartse correctie van de dollarkoers kan worden bereikt. Ook een verbetering van de schuldpositie kan relatief snel worden bereikt door middel van een waardedaling van de dollar. Een dollardepreciatie in de orde van grootte van circa 40 procent zou de externe vermogenspositie alweer verregaand in evenwicht brengen. Daarom is het verrassend dat buitenlanders nog steeds bereid zijn om de koers van de dollar op peil te houden.

Dit weerspiegelt de bijzondere positie van de dollar als spil van het internationale monetaire stelsel. Immers, elk ander land in de wereld was bij een vergelijkbare tekortontwikkeling al in een veel eerder stadium geconfronteerd met een acute valutacrisis. Een andere mogelijkheid is dat de buitenlandse crediteuren het land in kwestie gedwongen hadden om te gaan lenen in vreemde valuta, waardoor het land een sterke impuls had gekregen om de lopende rekening in evenwicht te brengen, met als doel het hanteerbaar houden van de buitenlandse schuld. De VS kunnen echter hun tekorten blijven financieren in dollars, waarbij de buitenlandse financiers het valutarisico geheel voor hun rekening nemen. Daarbij spelen buitenlandse centrale banken, met name die in Azië, een belangrijke rol. Zij blijven bereid om massaal dollars (in de vorm van Amerikaans schatkistpapier) op te kopen, om te voorkomen dat de dollar wegzakt tegenover hun eigen munt. Eén

5 Deze aanname is gebaseerd op Gourinchas & Rey (2005).

en ander vertaalt zich in een snelle stijging van hun deviezenvoorraden, die veelal het overschot in het lopende verkeer overtreft.

Op deze wijze proberen deze landen de concurrentiepositie van hun exportindustrie te beschermen. Hoewel dit beleid vanuit hun perspectief zeker op korte termijn goed verdedigbaar is, lopen de potentiële kosten van dit beleid gestaag op. De uitholling van de fundamenten onder de dollar gaat immers gewoon door en ooit zal de Amerikaanse munt daardoor verder onderuit gaan. Hoe hoger de dollarreserves van de Aziatische landen ondertussen zijn opgelopen, des te groter zal hun koersverlies hierop uitvallen. De huidige situatie is daardoor uiterst labiel.

De betalingsbalans

Op de betalingsbalans worden de grensoverschrijdende transacties van een land geregistreerd. Deze kunnen worden opgedeeld in lopende transacties en financiële transacties. De lopende rekening omvat onder meer de internationale goederenhandel, de handel in diensten (zoals transport, financiële diensten), de grensoverschrijdende inkomens (kapitaalinkomen, zoals rente en dividenden, en inkomen op arbeid) en de transfers van en naar het buitenland. Het saldo op de lopende rekening is per definitie gelijk aan het nationaal spaaroverschot van een land. Dit saldo geeft aan of een land per saldo verdient aan de transacties met het buitenland, dan wel dat het daarop moet toeleggen.

Op de financiële rekening worden de grensoverschrijdende kapitaalstromen geregistreerd. Deze rekening werd in het verleden veelal aangeduid als de kapitaalbalans. De grensoverschrijdende kapitaalstromen bestaan op hun beurt weer uit directe investeringen, beleggingsstromen, bancaire stromen en officiële transacties. De mutatie in de officiële reserves maken dat de totale betalingsbalans altijd per definitie in evenwicht is.

Het is zeker zo dat het grensoverschrijdende kapitaalverkeer het lopende verkeer kan compenseren, zoals in het geval van de invoer van buitenlands kapitaal ter financiering van een tekort in het lopende verkeer, maar dit is zeker niet de enige functie van het kapitaalverkeer. Beleggingen en investeringen in het buitenland (kapitaaluitvoer) worden verricht op grond van risico- en rendementsafwegingen door marktpartijen en kennen daardoor een eigen dynamiek. Voor zover zij niet uit binnenlandse besparingen kunnen worden gefinancierd wordt financiering in het buitenland aangetrokken (kapitaalimport).

Kapitaaluitvoer leidt tot opbouw van buitenlandse activa, terwijl de financiering ervan (voorzover deze niet wordt verricht uit een overschot in het lopende verkeer) leidt tot buitenlandse passiva.

Niet alle mutaties in de buitenlandse bezittingen zijn zichtbaar op de betalingsbalans. Grensoverschrijdende betalingen worden normaal gesproken wel geregistreerd en er wordt veel werk verzet om de registratie van andere transacties te verbeteren. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de in het buitenland behaalde winsten die ter plekke weer worden geheinvesteerd. Behaalde vermogenswinsten of -verliezen, zoals koerswinsten op buitenlands aandelenbezit of mutaties in de boekwaarde van buitenlandse investeringen, worden naar hun aard niet geregistreerd op de betalingsbalans. Mutaties in de internationale vermogenspositie van een land worden dan ook maar deels verklaard uit de zichtbare stromen op de betalingsbalans.

Tot besluit

Gezien het voorgaande kan worden geconcludeerd dat het fundament onder de dollar niet zozeer bestaat uit zwarte materie, maar dat de resterende kracht van de Amerikaanse munt wel degelijk op drijfzand is gebouwd. Daarbij hebben de Amerikanen op korte termijn weinig acute aanleiding om hun betalingsbalans op orde te brengen, zolang andere buitenlandse centrale banken bereid blijven om het Amerikaanse tekort te financieren.

Naar verwachting zullen de VS op de wat langere termijn de dollar trendmatig verder laten dalen. Daarmee kunnen zij hun externe vermogenspositie op orde brengen, ook als de lagere dollar niet onmiddellijk zou bijdragen tot een omslag op de lopende rekening van de betalingsbalans. Hierbij zullen zij rekenen op de medewerking van buitenlandse centrale banken. Niemand zit immers te wachten op een acute dollarcrisis, al mag de kans hierop zeker niet worden uitgesloten. Als de Amerikaanse munt daarentegen geleidelijk aan waarde verliest, valt een depreciatie van 40 procent in enkele jaren tijd voor de wereldeconomie best op te vangen. De wereldeconomie heeft dergelijke wisselkoersschokken wel eerder doorstaan, bijvoorbeeld in de tweede helft van de jaren tachtig van de vorige eeuw.

Voor de beleidsmakers in China, maar ook in Europa, betekent dit wel dat zij rekening moeten houden met een lagere dollar, wat vanuit hun perspectief een verslechtering van de concurrentiepositie betekent. Dat is reden te meer om hard te werken aan vergroting van de interne dynamiek, opdat de afhankelijkheid van de exportsector als belangrijkste steunpilaar van de economische groei kan worden teruggedrongen. ■

Wim Boonstra

Literatuur

- Boonstra, W.W. (2003) Nederlands externe vermogen. De rol van de Nederlandse investeringen in het buitenland, *Maandschrift Economie*, 67(6), 75-91.
- Gourinchas P-O & H. Rey (2005) *From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege*, Paper for the NBER Conference on G7 current account imbalance: Sustainability and Adjustment, mei.
- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005a) 'Dark matter' makes the US deficit disappear, *Financial Times*, 8 december.
- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005b) U.S. and global imbalances: can dark matter prevent a big bang? www.cid.harvard.edu.
- Inklaar, R., R. Jong-A-Pin & J. de Haan (2005) Geldscheppingswinst als bron van overheidsinkomsten. Een overzicht van theorie en praktijk, *Financiële en Monetaire Studies*, 23(2).
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Feretti (2005) A Global Perspective on External Positions, *NBER Working paper* 11859, augustus.
- Obstfeld, M. & K. Rogoff (2004), The Unsustainable US Current Account Deficit, Paper for the NBER Preconference on G7 current account imbalance: Sustainability and Adjustment, oktober.
- Pugel, T.A. & P.H. Lindert (2000), *International Economics*, 11^e editie, McGraw-Hill.
- Roubini, N. & B. Setser (2004) The US as a net debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, paper, November.