

Schuldenland Amerika als exporteur van problemen

De wereldwijde betalingsbalansonevenwichtigheden vormen een belangrijke oorzaak van de economische crisis. Het is cruciaal dat de speciale positie van de dollar ophoudt en dat de wereld terugkeert naar evenwichtige betalingsbalansverhoudingen om een herhaling van de huidige crisis in de niet al te verre toekomst te voorkomen.

De wereldeconomie bevindt zich in een diepe recessie. Hoewel de eerste voorzichtige tekenen van een nakend herstel zichtbaar beginnen te worden, zal de crisis nog lang haar sporen nalaten. In het tijdsbestek van ongeveer een half jaar zijn de prognoses voor overheids-tekorten en -schulden wereldwijd drastisch verslechterd en loopt de werkloosheid snel op. Een groot deel van het bankwezen wordt gesteund of is zelfs overgenomen door overheden. En de consensus is dat het nog vele jaren zal duren voordat de wereldeconomie weer een gezonde groei zal vertonen en het geleden welvaartsverlies is goedgeemaakt. Het debat over oorzaken en gevolgen van wat inmiddels wordt aangeduid als de kredietcrisis zal nog wel enige jaren duren, net als de zoektocht naar het antwoord op de vraag wie de crisis heeft veroorzaakt. Hier wordt een belangrijk aspect van de aanloop naar de kredietcrisis behandeld, te weten het grote Amerikaanse spaartekort. Dit gebeurt tegen de achtergrond van een onderdeel van de globalisering dat aanvankelijk relatief weinig aandacht kreeg, te weten de absolute dominantie van het grensoverschrijdende kapitaalverkeer ten opzichte van de reële handelsstromen en de gevolgen daarvan.

Globalisering in een notendop

De wereldeconomie is de afgelopen decennia in een hoog tempo veranderd. Zo is vanaf

de jaren zeventig tot eind 2008 het wereldhandelsvolume met meer dan driehonderd procent gestegen. Zoals kan worden afgelezen uit de *International Financial Statistics* (IFS) van het Internationale Monetair Fonds (IMF) was de toename van het grensoverschrijdende kapitaalverkeer in deze periode nog fors. Veel voormalige ontwikkelingslanden ontwikkelden zich tot potentieel belangrijke spelers. De concurrentie vanuit de opkomende markten drukt de reële loonontwikkeling in het Westen en de import van goedkope producten drukt de inflatie in de industrielanden. De interventies uit hoofde van het valutabeleid van met name de Chinese centrale bank bepalen verregaand de rente op de internationale kapitaalmarkten. Bedrijfstakken raken in toenemende mate opgesplitst in steeds meer gespecialiseerde nichespelers.

Dit proces wordt aangeduid als globalisering en wordt beïnvloed door tal van onderliggende krachten. Deze kunnen worden teruggevoerd op politieke, economische en technologische factoren (Wolf, 2005; Vietor, 2007). Hier zijn vooral de laatste twee factoren van belang. Wat betreft de economische factoren spelen vooral de trend naar vrijhandel en vrij grensoverschrijdend kapitaalverkeer een grote rol. De hieruit voortvloeiende verdergaande specialisatie tussen landen heeft de wereldeconomie een enorme impuls gegeven.

De laatste decennia is de technologiefactor daarbij steeds belangrijker geworden. Met name de komst van het internet en de steeds goedkoper wordende communicatiemogelijkheden hebben barrières tussen landen weggenomen. Dankzij de sterk in kwaliteit toegenomen communicatiemogelijkheden zijn plannings- en transporttechnieken enorm verbeterd. Daardoor kan productie uit de hele wereld tegenwoordig snel bij de eindconsument zijn.

WIM BOONSTRA
Hoofdeconoom van
Rabobank Nederland

De keerzijde van deze ontwikkeling is wel dat, zodra grote producenten van eindproducten in de problemen raken, dit direct wereldwijd naar toeleveranciers doorwerkt. Dit kan in de huidige recessie bijvoorbeeld goed worden waargenomen in de automobiellindustrie.

De wereld wordt door dit alles steeds transparanter, barrières worden lager en de wereldwijde concurrentie wordt steeds heviger.

De financiële kant van globalisering

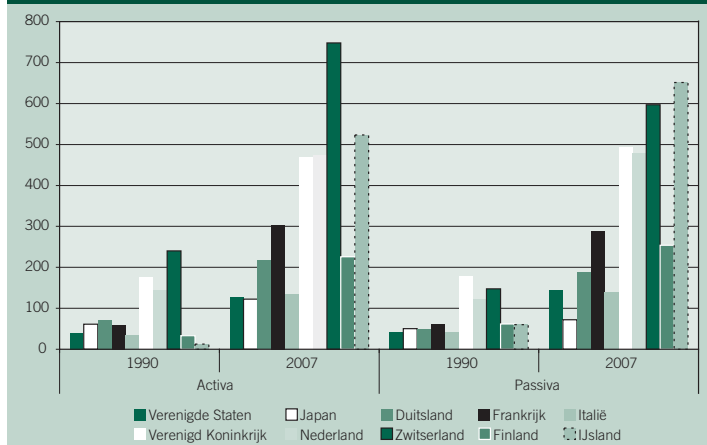
Sinds het grensoverschrijdende kapitaalverkeer in de meeste landen is vrijgegeven, heeft dit tot een indrukwekkende toename ervan geleid (Kubelec *et al.*, 2007). Dit kapitaalverkeer beweegt zich daarbij, althans in ontwikkelde economieën met een convertibele valuta, los van het internationale goederenverkeer. In een niet al te ver verleden diende het kapitaalverkeer vooral om de saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans te compenseren. Landen met tekorten op de lopende rekening moesten deze tekorten financieren, terwijl landen met overschotten deze lieten neerslaan in vorderingen op het buitenland. Tegenwoordig is het grensoverschrijdende kapitaalverkeer de dominante factor. Beleggers en bedrijven nemen op grond van risico- en rendementsoverwegingen hun besluiten om al of niet in het buitenland te opereren. Voor zover het nationale spaarsaldo van een land (het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans) hiervoor onvoldoende ruimte biedt, kunnen de ontstane tekorten (of overschotten) eenvoudig worden gecompenseerd op de financiële markten of in het internationale bancaire circuit. Het internationale kapitaalverkeer uit hoofde van directe investeringen en beleggingen in effecten gedraagt zich, kort gezegd, zo goed als geheel zelfstandig ten opzichte van het nationale spaarsaldo (Visser, 2000; Boonstra, 2008a). Zelfs landen met omvangrijke spaartekorten, zoals de Verenigde Staten, kunnen zich ondanks dat tekort nog steeds ontpoppen als belangrijke investeerders in het buitenland. Als de som van het lopende en het structurele finan-

ciële verkeer een overschot of tekort vertoont, kan dit altijd worden verrekend via het korte kapitaalverkeer of de voorraad officiële reserves. In totaal is de betalingsbalans naar zijn aard immers per definitie in evenwicht. Ook in de hoogtijdagen van de Gouden Standaard, die liepen van grofweg 1880 tot aan het begin van de Eerste Wereldoorlog, was er sprake van een relatief grote mate van vrijhandel en financiële integratie in de wereldeconomie. De huidige globaliseringsgolf wijkt echter met name sinds de jaren tachtig in een aantal opzichten af van eerdere periodes van globalisering. Dit komt vooral tot uiting in het internationale kapitaalverkeer. Zo was het netto grensoverschrijdend kapitaalverkeer in de negentiende eeuw weliswaar vergelijkbaar met dat in de huidige periode van financiële integratie, maar waren de onderliggende bruto stromen indertijd veel kleiner (Kindleberger, 1985). Er werden daardoor dus ook in veel mindere mate grote wederzijdse bruto vorderingen opgebouwd dan tegenwoordig.

In de negentiende eeuw vloeide relatief veel kapitaal vanuit industrielanden, het Verenigd Koninkrijk voorop, naar zich ontwikkelende landen (met de nadruk op de koloniën). In de afgelopen decennia stromen de belangrijkste kapitaalstromen juist tussen industrielanden onderling en, meer recent, vanuit opkomende economieën naar industrielanden (Schularick, 2005; Rajan, 2007). Als gevolg van de snelle groei van het internationale kapitaalverkeer hebben de ontwikkelde economieën in de loop van de afgelopen decennia enorme wederzijdse vorderingen opgebouwd (figuur 1). In toenemende mate zijn landen door middel van wederzijdse beleggingen en investeringen met elkaar vervlochten geraakt. Waar de globalisering in de reële sfeer door de internationale specialisatie tot een grotere economische afhankelijkheid heeft geleid, zijn de onderlinge financiële afhankelijkheden door de financiële kant van globalisering stevig vergroot. Een nieuw fenomeen hierbij is de opkomst van investeerders en beleggers vanuit de opkomende economieën. Met name China genereert jaarlijks grote spaaroverschotten die in 2007 en 2008 waren opgelopen tot meer dan tien procent van het bbp. Deze zouden

Figuur 1

Internationale activa en passiva (percentage van het bbp).



Bron: IMF, IFS, 2009



normaal gesproken tot een appreciatie van de Chinese valuta, de renminbi, moeten leiden. De Chinese autoriteiten hielden de munt echter strak aan de dollar gekoppeld, uit angst voor ondermijning van de concurrentiepositie van het Chinese exporterende bedrijfsleven. De met uitvoer verkregen dollars werden weer massaal belegd in Amerikaanse staatsleningen. Zo heeft China inmiddels de grootste deviezenvoorraad ter wereld, ter grootte van bijna twee biljoen dollar, meer dan 45 procent van het bbp (IMF, IFS, 2009).

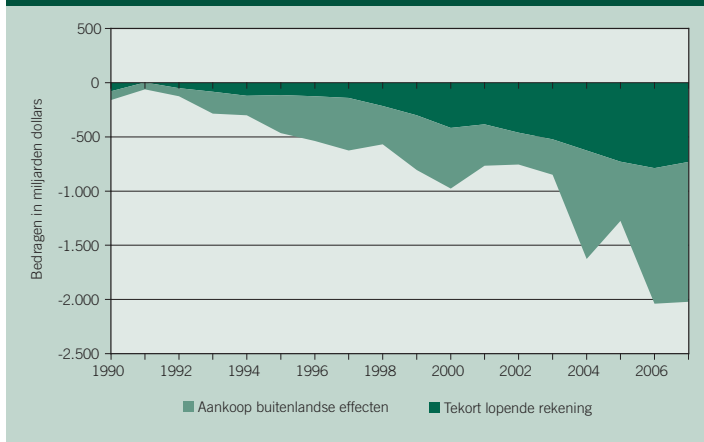
De Amerikaanse betalingsbalans nader beschouwd

Tegenover het Chinese spaaroverschot en dat van enkele andere landen, zoals Japan, Duitsland, Zwitserland en ook Nederland, staat bovenal het Amerikaanse spaartekort. Sedert 1980 hebben de Verenigde Staten een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, dat in de jaren 2000–2008 tot ongekende proporties is opgelopen. Deze onevenwichtige betalingsbalansverhoudingen vormen een belangrijke verklaring voor het ontstaan van de huidige crisis, mede omdat zij hebben bijgedragen aan een scherp opgelopen Amerikaanse schuldenlast en een wereldwijde verspreiding van Amerikaans schuld papier dat deels van inferieure kwaliteit is.

Niet alleen het Amerikaanse spaartekort noopte tot financiering. Amerikanen zijn daarnaast ook nog eens belangrijke beleggers en investeerders in het buitenland. Dit staat voor de periode 1990–2007 geïllustreerd in figuur 2. Daaruit kan worden afgelezen dat een zeer omvangrijke uitstroom van middelen uit de Verenigde Staten plaatsvond als gevolg van netto aankopen van buitenlandse goederen, diensten, investeringen en beleggingen. In 2006 en 2007 was de totale uitstroom van geld uit de Verenigde Staten meer dan twee biljoen dollar, waarbij de uitstroom wegens het financiële verkeer die wegens het lopende verkeer overtrof. Deze uitstroom werd gefinancierd door een even massale instroom van buitenlands financieel verkeer (figuur 3). Deze bestond voor een belangrijk deel uit buitenlandse beleggingen in Amerikaanse staatsleningen, maar in toenemende mate werden

Figuur 2

Uitstroom Amerikaans kapitaal (1990–2007)¹.



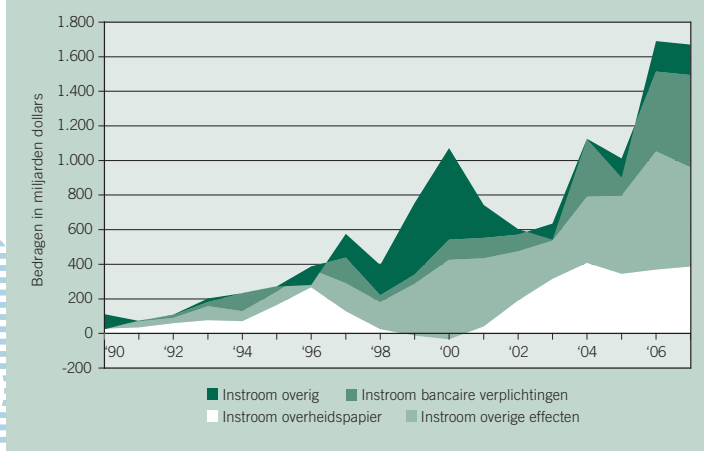
¹ Het financiële verkeer betreft de netto aankoop van buitenlandse effecten inclusief directe investeringe door de Verenigde Staten. Dat is het saldo van aankoop en verkoop in de loop van het jaar. Ter illustratie bevat tabel 1 de bruto bedragen voor 2007 en 2008.

Bron: Bureau of Economic Analysis, 2009

buitenlandse beleggingen in overige effecten en bancaire passiva relevant. In de post 'overige effecten' zitten ook de buitenlandse beleggingen in geselecteerde bancaire producten verwerkt. Deze producten, gebaseerd op in de eerste jaren van dit decennium verstrekte hypothecaire leningen, zijn via securitisatie bij *Special Purpose Vehicles* terechtgekomen, die ze weer hebben doorverkocht aan derden. Zo zijn ook Amerikaanse 'rommelhypotheken' wereldwijd verspreid geraakt. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat uiteraard lang niet alle geselecteerde hypotheken van slechte *subprime* kwaliteit zijn.

Figuur 3

Samenstelling instroom buitenlands kapitaal in de Verenigde Staten.



Bron: Bureau of Economic Analysis, 2009

Begin 2007 werden de eerste problemen op de Amerikaanse woningmarkt zichtbaar. Dit leidde tot een vertrouwensbreuk tussen banken onderling, waardoor vanaf augustus 2007 de activiteit op de interbancaire geldmarkt vrijwel volledig stilviel. In september 2008 kwam, nadat de situatie in de loop van het jaar gestaag grimmiger werd, de crisis volledig tot uitbarsting. Dat jaar veranderde het beeld compleet. De uitstroom op de Amerikaanse financiële rekening viel ver terug. Amerikanen kochten in 2008 per saldo nog maar voor 52 miljard dollar aan buitenlandse beleggingen en investeringen, in 2007 was dit nog 1.290 miljard dollar. Daarbij valt het op dat Amerikaanse particuliere beleggers massaal buitenlandse bezittingen hebben afgestoten, terwijl de Amerikaanse autoriteiten juist fors buitenlandse activa opbouwden. Dit zou kunnen duiden op acties om de elders in de wereld acuut ontstane dollarschaarste te doen afnemen. De netto instroom van buitenlands kapitaal viel in 2008 scherp terug. Wel kochten buitenlandse beleggers, vooral autoriteiten, in 2008 voor een absoluut recordbedrag van 816 miljard dollar aan Amerikaans overheidspapier. Maar de netto instroom van buitenlandse beleggingen in Amerikaanse overige effecten, dat wil zeggen anders dan staatsleningen, sloeg in 2008 om in een netto uitstroom omdat buitenlanders per saldo meer Amerikaanse

effecten verkochten dan dat zij aanschaften. De belegger in private schuldtitels trok zich in 2008 per saldo dus terug uit de Verenigde Staten.

De Amerikaanse betalingsbalans en externe vermogenspositie

Een land bouwt extern vermogen op zodra het met betalingsbalansonevenwichtigheden wordt geconfronteerd. Met name de lopende rekening van de betalingsbalans, het nationale spaarsaldo, is wat dit betreft een belangrijke grootheid (Boonstra, 2008b). Zo bouwt een land buitenlands bezit op of bouwt het schulden af als het een nationaal spaaroverschot heeft, terwijl een nationaal spaartekort leidt tot opbouw van buitenlandse schuld danwel tot het interen op reserves. Toch is dit niet het hele verhaal. Want de Verenigde Staten hebben in de jaren 1990–2007 in totaal circa

Tabel 1

De Amerikaanse betalingsbalans in meer detail¹.

	2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Lopende rekening	-178,0	-193,4	-186,5	-173,3	-155,3	-182,7	-200,8	-134,5
Netto uitstroom kapitaal naar buitenland (aankoop activa), waarvan	-448,7	-526,2	-179,4	-135,5	-272,1	98,2	19,0	102,4
Overheden	0,4	-0,6	0,6	-22,8	3,0	-42,9	-226,2	-268,3
Particulier	-449,1	-525,6	-180,0	-112,8	-275,1	141,1	245,2	370,7
Netto instroom buitenlands kapitaal, waarvan	692,6	720,7	267,2	377,2	459,4	25,6	123,3	-9,3
Overheden, waarvan	163,3	88,8	13,5	145,5	173,5	145,4	116,1	-13,6
Staatsleningen	121,6	61,6	-7,8	54,8	167,9	151,3	105,9	83,0
Bancaire tegoeden	30,3	16,0	9,9	52,5	-26,9	-30,1	10,3	-107,0
Overig	11,3	11,2	11,4	38,1	32,6	24,2	-0,1	10,4
Particulier, waarvan	529,3	631,9	253,7	231,7	285,9	-119,8	7,2	4,3
Directe investeringen	13,9	64,5	106,6	52,5	80,8	108,2	57,3	78,9
Staatsleningen	42,9	-13,5	67,4	60,1	63,3	65,7	89,1	89,5
Overige effecten, waarvan	183,5	310,3	-30,5	110,5	-20,5	17,1	-91,4	-28,8
Aandelen	42,4	104,5	-20,7	56,2	8,3	-0,7	2,9	-3,6
Staatsgegarandeerde obligaties ²	-30,7	36,3	-2,6	16,4	-18,0	-32,8	-58,8	-21,4
Overige obligaties ³	171,9	169,6	-7,3	37,9	-10,7	50,6	-35,5	-3,7
Overig (vooral bancaire verkeer)	289,0	270,6	110,2	8,6	162,3	-310,7	-47,8	-135,4
Overig ⁴	-65,9	-1,2	98,8	-68,3	-32,0	58,9	58,4	41,3

¹ Een negatief teken betekent uitstroom van geld, een positief teken instroom. Een uitstroom impliceert aanschaf van buitenlandse goederen en diensten (lopende rekening), dan wel opbouw buitenlandse activa of afbouw passiva (financiële rekening). Een instroom betekent aanschaf buitenlandse goederen en diensten (lopende rekening) dan wel opbouw passiva of afbouw buitenlandse activa (financiële rekening).

² Hierin zitten de door Fanny Mae en Fanny Mac geëmitteerde *mortgage backed securities*.

³ Hierin zitten de door andere partijen geëmitteerde *mortgage backed securities*.

⁴ Som van vermogensoverdrachtenrekening, derivaten en statistische verschillen.

Bron: Bureau of Economic Analysis, 2009



5,9 biljoen dollar in het buitenland moeten lenen voor de financiering van de tekorten in het lopende verkeer. Toch is hun netto buitenlandse schuldpositie in dezelfde periode met 'slechts' 2,22 biljoen dollar verslechterd. Het verschil van circa 3,7 biljoen dollar kan worden verklaard uit vermogenseffecten. Want als landen grote wederzijdse bruto vorderingen op elkaar hebben, gaan vermogensmutaties, zoals wisselkoersschommelingen en waardeveranderingen van buitenlandse bezittingen en verplichtingen aan het buitenland, los van de betalingsbalans een steeds grotere zelfstandige invloed uitoefenen op de externe vermogenspositie. Dit komt bijvoorbeeld doordat veranderingen in beurskoersen invloed hebben op de waarde van het grensoverschrijdend effectenbezit, zonder dat dit op de betalingsbalans tot uiting komt. Dit effect is voor de Verenigde Staten door de jaren altijd substantieel geweest (Boonstra, 2008a). Nu de Amerikanen ook nog eens tamelijk massaal in gebreke blijven bij het voldoen van hun hypothecaire leningen mag worden verwacht dat de Amerikaanse netto schuldpositie in 2008 aanzienlijk is verbeterd als gevolg van de daling van de marktwaarde van hun externe passiva. Deze data zijn op het moment van schrijven van dit artikel echter nog niet voorhanden.

De Amerikaanse speciale positie en de opmaat naar de crisis

De Verenigde Staten hebben zich in de loop der jaren dus ontpopt tot een schuldenland van formaat. Er is echter een belangrijk verschil tussen de Verenigde Staten aan de ene kant en andere schuldenlanden aan de andere kant. Normaliter, als een land buitenlandse schulden opbouwt, doet het dat overwegend in vreemde valuta. Dat betekent onder meer dat dat land op enig moment ook overschotten in de buitenlandse handel moet genereren om de schulden af te betalen. Het betekent ook dat, als het land besluit de eigen valuta sterk in waarde te laten dalen, de in vreemde valuta luidende buitenlandse schuld als percentage van bbp en uitvoer sterk stijgt en dus een zwaardere last wordt. Voor de Verenigde Staten ligt dit anders, omdat hun buitenlandse schuld voor het overgrote

deel luidt in Amerikaanse dollars. Dit weerspiegelt de speciale rol die de dollar speelt in de wereldeconomie, eerst formeel, in het kader van het stelsel van Bretton Woods, en sinds 1973 informeel. De gevolgen hiervan zijn tweeledig. Ten eerste voelen de Verenigde Staten niet echt aandrang om de lopende rekening van hun betalingsbalans in evenwicht te brengen. Een tekort kan immers worden aangezuiverd door het in omloop brengen van nog meer dollars. Zolang de wereldhandel groeit en de dollar de belangrijkste handels- en reservevaluta is kan men hiermee onbeperkt doorgaan. Tenminste, zolang de wereld vertrouwen in de Amerikaanse munt houdt.

Ten tweede zijn de Verenigde Staten door de valutaire samenstelling van hun schuld het enige schuldenland in de wereld dat per saldo rijker wordt als de eigen valuta in waarde daalt. De waarde van de in dollars luidende schuld blijft immers gelijk als percentage van het bbp, terwijl de dollarwaarde van de in andere valuta luidende buitenlandse bezittingen toeneemt. De Amerikaanse netto internationale vermogenspositieverbetert dus als de dollar deprecieert.

De speciale positie van de dollar en de manier waarop de Amerikanen daarmee zijn omgegaan vormen een belangrijke achterliggende verklaring voor de huidige crisis. De Amerikanen konden mede dankzij de opstelling van enkele overschotlanden lang doorgaan met het exporteren van schuldpapier en de valutaire samenstelling van hun schuldpositie geeft ze de mogelijkheid om een deel van hun schuld op het buitenland af te wentelen.

Bij de meeste andere landen zou een omvangrijke scheefgroei in de schuldpositie al in een eerder stadium zijn afgestraft, waardoor de schade beperkt zou zijn gebleven. In het geval van de Verenigde Staten konden jarenlang schulden, waarvan nu bekend is dat een deel ervan van inferieure kwaliteit is, worden herverpakt en doorverkocht aan de rest van de wereld. Verder is het zo dat alleen al vanwege de omvang van de Amerikaanse economie een Amerikaans probleem direct wereldwijde dimensies krijgt. Als de Verenigde Staten in gebreke blijven in de bediening van hun schulden dan is dat per definitie een probleem dat zich direct doorvertaalt naar de rest van de wereld en waarvan de rekening voor een groot deel door het buitenland zal worden betaald.

Overigens zijn niet alleen de Amerikanen debet aan deze situatie.

De monetaire autoriteiten van andere landen hebben getolereerd dat de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden een steeds grotere bedreiging voor de stabiliteit van de wereldeconomie gingen vormen. De zeer omvangrijke spaaroverschotten van landen als China en Japan duiden erop dat zij bewust hebben meegewerkt om deze situatie in stand te houden door hun munt ondergewaardeerd te houden ten opzichte van de dollar (Dunaway en Li, 2005). De enorme stroom van kapitaal vanuit de overschotlanden naar de Verenigde Staten heeft daar geleid tot een lage rente op obligaties, die beleggers ertoe heeft aanzet om hogere rendementen te zoeken, waarbij ook steeds grotere risico's werden genomen. Ook maakte deze omstandigheid het lastiger voor de Amerikaanse monetaire autoriteiten om hun beleid te verkrapen. Dan zou de dollar wellicht nog verder zijn geapprecieerd en was de betalingsbalans nog verder uit het lood geslagen. Het lijkt al met al

hoog tijd om de Amerikaanse dollar zijn speciale status te ontnemen. Door de rol van de munt als reservevaluta terug te dringen ten faveure van andere munten zullen centrale banken hun reserves beter kunnen spreiden. Ook kan daarmee het automatisme dat de Verenigde Staten hun tekorten kunnen financieren in hun eigen valuta worden doorbroken. Daarmee zullen eerder disciplinerende krachten ontstaan die voorkomen dat betalingsbalansonevenwichtigheden uit de hand lopen. Het IMF zou daarbij een zwaardere rol moeten krijgen om onevenwichtige schuld- en tekortposities tijdig te signaleren, waarbij alle landen, dus ook de Verenigde Staten, zich zouden moeten committeren aan de beleidsadviezen van het IMF. Daarbij zou de dollar dan een gewone grote munt worden, net als de euro of yen en op termijn de Chinese renminbi, met wellicht een hernieuwde rol voor de *Special Drawing Rights* (SDR) van het IMF als mondiale reservevaluta.

Conclusie

De crisis kent vele oorzaken en vele partijen hebben een rol gespeeld. Er zijn in meer of mindere mate fouten gemaakt door bankiers, aandeelhouders, opstellers van accountingvoorschriften, toezichhouders en andere beleidsmakers. Welke fouten verwijtbaar zijn zal nog moeten blijken. De betalingsbalansonevenwichtigheden hebben ertoe geleid dat de Verenigde Staten hun schuld papier wereldwijd hebben geëxporteerd. Inderdaad betreft het grootste deel van alle wereldwijd geleden verliezen door Amerikaanse instellingen geëmitteerd papier. De Verenigde Staten konden door de speciale positie van de dollar lang doorgaan met het exporteren van schuld papier. Daardoor konden zij de aanpassing van de beschreven onevenwichtigheden langdurig uitstellen, waardoor de diepte van de problemen vergroot werd en de corrigerende klap des te harder. Wel hebben andere landen, die een overgewaardeerde dollar, en dus een ondergewaardeerde eigen munt, vanuit kortetermijnoverwegingen niet bezwaarlijk vonden of zelfs met hun beleid actief in de hand hebben gewerkt, ook een rol gespeeld. Het ondersteunt immers de concurrentie van het eigen bedrijfsleven en daarmee de economische groei. De rekening van dit beleid blijkt uiteindelijk erg hoog, niet alleen voor de rest van de wereld, maar ditmaal ook voor de Amerikanen zelf. In het verleden, bij het instorten van het stelsel van Bretton Woods, konden de Amerikanen het zich nog permitteren om te stellen: *“the dollar, our currency, but your problem”* (Zijlstra, 1992). Ditmaal ligt dat volledig anders. Want hoewel de Verenigde Staten zich de afgelopen twee jaar vooral als exporteur van problemen hebben doen kennen, hebben zij deze keer zelf ook stevig te lijden onder de crisis. Daarmee liggen dan de kaarten om te komen tot een fundamentele herinrichting van de mondiale financiële architectuur misschien wel gunstiger dan menigeen denkt. Het is veelzeggend dat de gouverneur van de Chinese Centrale Bank onlangs heeft geopperd om de dollar zijn speciale status te ontnemen ten faveure van de SDR (Zhou, 2009). Toch zullen de Chinezen dan ook hun eigen beleid moeten bijstellen en bereid zijn om omvangrijke valutaverliezen op hun deviezenvoorraad te accepteren. Voorlopig koestert China echter nog steeds de hoop dat de reële waarde van zijn

omvangrijke dollarreserves behouden kan blijven. Die hoop zal naar alle waarschijnlijkheid ijdel blijken, want bij een evenwichtige wereldeconomie hoort een zwakkere dollar. Zou de wereldeconomie daarentegen na de crisis, als wereldwijd de conjunctuur weer aantrekt, doorgaan op de oude voet, te weten bij de huidige valutaverhoudingen en met weer oplopende betalingsbalansonevenwichtigheden, dan is het slechts wachten op de volgende crisis. Die komt dan eerder dan menigeen hoopt.

LITERATUUR

- Boonstra, W. (2008a) *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie. Over Zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*. Amsterdam: Vrije Universiteit Amsterdam.
- Boonstra, W. (2008b) *Afscheid van de lopende rekening?* In: Boonstra, W. en S. Eijffinger (red.) *Een klassiek econoom met een brede blik. Opstellen aangeboden aan Hans Visser*. Den Haag: Sdu.
- Dunaway, S. en X. Li (2005) *Estimating China's "Equilibrium" real exchange rate*. IMF Werk Document nr 05/202, Washington D. C.: IMF.
- Kindleberger, C. (1985) *International capital movements*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kubelec, C., B.-E. Orskaug en M. Tanaka (2007) *Financial globalisation, external balance sheets and economic adjustment*. *Bank of England quarterly bulletin*, 2007 Q2, 244–257.
- Rajan, R. (2007) *Global imbalances or why are the poor financing the rich?* Tinbergen Lezing. Amsterdam: KVS.
- Schularick, M. (2005) *A tale of two "globalizations": Capital flows from rich to poor in two eras of global finance*. *International journal of finance and economics*, 11(4), 339-354.
- Viotor, R. (2007) *How countries compete. Strategy, tructure, and government in the global economy*. Boston (Mass): Harvard Business School Press.
- Visser, H. (2000) *A guide to international monetary economics*. Cheltenham: Edgar Elgar.
- Wolf, M. (2005) *Why globalization works. The case for the global market economy*. Londen: Yale University Press.
- Zhou, X. (2009) *Reform the international monetary system*. Lezing, People's Bank of China.
- Zijlstra, J. (1992) *Per slot van rekening*. Amsterdam:

Uitgeverij Contact 6