



Lage dollar moet VS uit moeras redden

Auteur(s):

Boonstra, W.W.

Hoofd van de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4351, pagina 216, 15 maart 2002

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

wisselkoers

Kan de 'staaloorlog' helpen het tekort op de lopende rekening van de VS te keren? Zeker is dat de VS steeds dieper in een schuldenmoeras wegzakken. Een snelle correctie van de dollar is gewenst.

Zeer onlangs kondigde de regering-Bush aan over te willen gaan tot het instellen van invoertarieven voor buitenlands staal. Dit doet zij vanuit het oogmerk om de noodlijdende staalindustrie (tijdelijk?) voor buitenlandse concurrentie af te schermen. Bij de huidige koers van de dollar kan deze bedrijfstak niet op tegen de buitenlandse concurrentie. Er zijn nog meer Amerikaanse bedrijfstakken die moeite hebben om aan de internationale concurrentie het hoofd te bieden. Dit uit zich vooral in een groot en groeiend handelstekort en daaruit resulterend een structurele verslechtering van de externe positie van de VS. Met het oog hierop kondigde de regering nog meer handelspolitieke maatregelen aan.

De Verenigde Staten kennen al jarenlang een omvangrijk tekort op de lopende rekening van hun betalingsbalans. Het blijkt dat de VS dit tekort vooral met obligaties financieren, waarmee het land steeds dieper in een schuldenmoeras wegzakt. In dit artikel wordt ingegaan op de gevolgen die dit voor de koers van de dollar heeft.

Een korte geschiedenis

De Verenigde Staten hebben sedert het begin van de jaren tachtig een tekort op de lopende rekening van hun betalingsbalans. Alleen in 1991 had het land nog eenmalig een overschot, wat werd veroorzaakt door de financiële bijdragen van de Golfstaten aan de militaire inspanningen ten tijde van de Golfoorlog. In de jaren tachtig liep dit tekort op tot een toenmalige recordhoogte van 3,3 procent van het bbp (1986). Uiteindelijk leidde dit tot een forse correctie op de koers van de dollar, die tussen begin 1985 en eind 1987 een diepe duikvlucht maakte.

Dankzij de lagere dollar verbeterde de Amerikaanse concurrentiepositie substantieel, hetgeen de uitvoer bevorderde en bijdroeg aan een afname van het tekort op de lopende rekening. Een overschotsituatie werd echter niet bereikt.

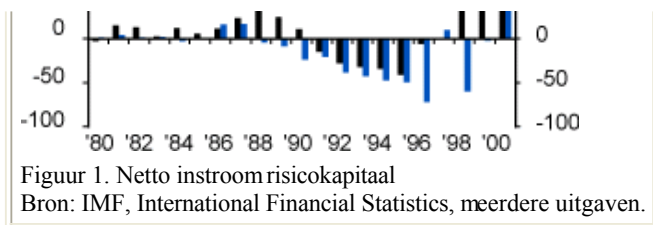
In de loop van de jaren negentig, toen de dollar weer aan een opmars op de valutamarkten begon, bereikte het Amerikaanse tekort in het lopende verkeer nieuwe recordhoogten tot meer dan vier procent van het bbp.

Schuldpapier

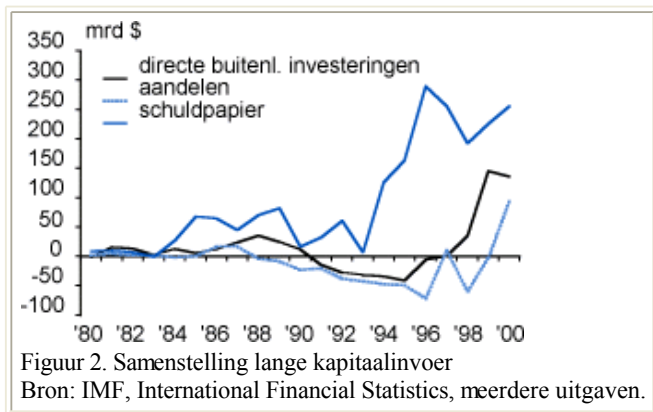
In de jaren tachtig werd het Amerikaanse tekort met name veroorzaakt door het toenmalige deficit op de overheidsbegroting¹. Het huidige tekort wordt echter geheel veroorzaakt door de particuliere sector. De overheidsbegroting kende de afgelopen jaren immers een overschot. Hierbij wordt soms de indruk gewekt dat het Amerikaanse spaartekort vooral wordt gefinancierd met de instroom van risicokapitaal. Met name Europese bedrijven hebben de afgelopen jaren omvangrijke overnames in de VS gedaan. Daarbij wisten ook buitenlandse aandelenbeleggers de weg naar de VS goed te vinden. Dit werd ook telkenmale aangevoerd als verklaring van de kracht van de Amerikaanse dollar.

Uit [figuur 1](#) blijkt dat de instroom van risicodragend kapitaal pas tegen het einde van de jaren negentig inderdaad fors is gestegen. Toch is de instroom van investeringskapitaal bij lange na niet voldoende geweest om het tekort op de lopende rekening te financieren. Ten eerste kennen de VS ook bij voortdurend een uitstroom van investeringskapitaal, zodat de netto-instroom per saldo beperkt is gebleven. Alleen tegen het einde van de jaren negentig, tijdens de internethype, trokken de VS substantieel meer risicodragend kapitaal aan dan het land uitstroomde.





Ten tweede hebben de VS bij voortdurend ook een zeer forse instroom van buitenlands kapitaal gezien die is neergeslagen in vastrentende portefeuilles. Oftewel, het Amerikaanse tekort op de lopende rekening is voor het overgrote deel gefinancierd door de uitgifte van schuldpapier, dat is opgenomen door beleggers in het buitenland (zie [figuur 2](#)).



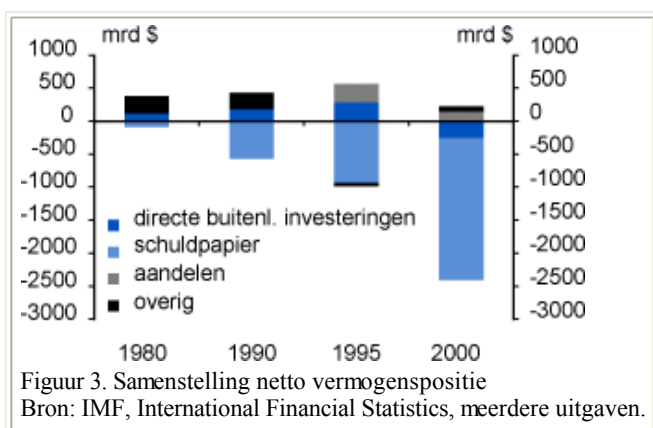
Vermogenspositie VS geërodeerd

Door de opbouw van buitenlandse schuld is de internationale vermogenspositie van de Verenigde Staten in de loop der jaren volledig geërodeerd. Het land had van oudsher een sterke vermogenspositie. Deze is in belangrijke mate opgebouwd in de eerste helft van de twintigste eeuw. In 1980 hadden de Amerikanen bezittingen in het buitenland ter waarde van ruim \$ 755 miljard. Daar stonden buitenlandse bezittingen in de VS ter grootte van zo'n \$ 500 miljard tegenover. Het netto buitenlands actief van \$ 255 miljard vertegenwoordigde indertijd zo'n negen procent van het Amerikaanse bbp.

De VS hebben tot aan het einde van de jaren tachtig per saldo vorderingen op, respectievelijk, bezittingen in de rest van de wereld gehad. De afgelopen jaren is de netto vermogenspositie echter in een hoog en versnellend tempo verslechterd. In 2000 bedroeg de waarde van de Amerikaanse bezittingen in het buitenland bijna

\$ 7190 miljard. Daar stonden echter buitenlandse bezittingen in de VS tegenover ter waarde van meer dan \$ 9375 miljard. Netto beschouwd heeft de rest van de wereld vorderingen op de VS van ruim \$ 2185 miljard. Dit is 22 procent van het Amerikaanse bbp!

Aan deze snelle erosie van de vermogenspositie liggen twee oorzaken ten grondslag. Ten eerste is daar het eerder genoemde grote en snel gegroeide tekort op de lopende rekening, dat jaarlijks tot een forse schuldopbouw leidt. Ten tweede wordt het beeld beïnvloed door het koersverloop van de Amerikaanse dollar. Als de dollar in waarde stijgt ten opzichte van bijvoorbeeld de euro, leidt dit vanuit de VS bezien tot een waardedaling van de bezittingen in Europa. Valutaschommelingen kunnen dus een deel van de eerder gesignaleerde verslechtering van de Amerikaanse vermogenspositie verklaren. Los daarvan is de trend echter overduidelijk: de VS ontwikkelen zich tot een schuldenland van formaat. Daarbij is ook de netto-positie ten aanzien van directe buitenlandse investeringen inmiddels omgeslagen. (zie ook [figuur 3](#))



Betalingsbalans

Op de betalingsbalans worden de transacties van een land met het buitenland geboekt. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen transacties in het lopende verkeer en het kapitaalverkeer.

Het saldo op de lopende rekening geeft aan hoeveel een land per saldo in zijn handelsrelaties met het buitenland verdient. Dit saldo is grofweg opgebouwd uit de handelsbalans (saldo van de goederenhandel), de dienstenbalans, de netto kapitaalopbrengsten en de transferbalans.

Op de kapitaalbalans wordt geboekt hoe het saldo op de lopende rekening is gefinancierd. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen kort en lang kapitaal. Deze laatste post kan weer worden onderverdeeld in investeringen (aandelenparticipaties en directe investeringen) en beleggingen (met name aandelen en obligaties). Het saldo op de lopende rekening weerspiegelt het nationale spaarsaldo: het spaarsaldo van de particuliere sector plus het spaarsaldo van de overheid.

Gevolgen voor de betalingsbalans

De erosie van de externe vermogenspositie, zoals die de afgelopen jaren is opgetreden, heeft weer een zelfstandige invloed op de betalingsbalans. De Verenigde Staten waren van oudsher altijd een netto-ontvanger van kapitaalinkomsten, zij het dat deze nooit meer dan enkele tientallen miljarden dollars bedroegen². In 1997 is deze balans echter omgeslagen en sindsdien betalen de VS netto meer aan rente en dividend aan het buitenland dan zij hiervandaan ontvangen. Het tekort op de lopende rekening, dat in het verleden volledig werd veroorzaakt door een groot handelstekort, wordt inmiddels dus ook gevoed vanuit de kapitaalopbrengstenbalans.

Ook op de handelsbalans, nog altijd de grootste boosdoener ten aanzien van het tekort in het lopende verkeer, doet zich ondertussen een ongunstige ontwikkeling voor. De verhouding tussen de invoer en de uitvoer ligt dermate hevig uit het lood, dat de Amerikaanse uitvoer minder dan zeventig procent van de invoer beslaat. Zelfs al zou de uitvoer een stuk sneller groeien dan de invoer, dan kan dit toch niet voorkomen dat het gat tussen invoer en uitvoer in absolute bedragen eerst nog groter wordt.

Overigens biedt de geschiedenis hier een handvat voor analyse. In de jaren tachtig verslechterde de verhouding tussen uitvoer en invoer eveneens zeer sterk. Toen op enig moment op de financiële markten het besef doorbrak dat het hierbij ontstane handelstekort uiteindelijk niet houdbaar zou zijn, trad een zeer scherpe depreciatie van de dollar op. De waarde van de Amerikaanse munt, die op zijn hoogtepunt bijna € 1,80 bedroeg, daalde in enkele jaren tot onder de € 0,80 (berekend ten opzichte van de toenmalige guldenkoers). In de huidige notering zou dat een appreciatie van de euro betekenen van \$ 0,56 tot meer dan \$ 1,20.

De goedkope dollar leidde tot een forse groei van de Amerikaanse uitvoer, maar het herstel op de handelsbalans bleef desondanks uiterst bescheiden. Daarvoor lag de verhouding tussen in- en uitvoer al te ver uit het lood.

Hoe kan deze ontwikkeling worden gekeerd?

Het tempo waarin de externe positie van de VS inmiddels aan erosie onderhevig is, kan niet onbeperkt doorgaan. Zelfs bij een relatief gelijkblijvend tekort op de handelsbalans zou het tekort op de lopende rekening als gevolg van de oplopende rentelasten toch gestaag aangroeien, waarbij (uitgaande van een constante wisselkoers) nog vóór het jaar 2010 het netto buitenlands passief van de Verenigde Staten meer dan vijftig procent van het bbp zou bedragen³. Alleen al om te voorkomen dat de lopende rekening verder verslechtert, is derhalve een verbetering van de handelsbalans nodig.

Hoe kan het tekort op de handelsbalans fors worden teruggedrongen? Ten eerste kan dit door voor een langere tijd de invoergroei sterk af te remmen. Protectionisme is hierbij uit den boze, al maken de recente handelspolitieke maatregelen van Bush en de zijnen duidelijk dat de Amerikanen hiervoor helaas niet terugdeinzen. Nu beslaat staal en ijzer minder dan vijf procent van de totale Amerikaanse goedereninvoer. Het is daarom nog maar de vraag of de ingestelde tarieven een wezenlijke invloed op de totale invoer zullen hebben. Ook is het onduidelijk wat de gevolgen van eventuele sancties vanuit de eu en Japan op de Amerikaanse export zouden zijn. Vooralsnog ga ik er vanuit dat het huidige wapengekletter niet escaleert in een totale handelsoorlog en dat de gevolgen voor de buitenlandse handel derhalve klein zullen zijn.

Een betere optie bestaat dan uit een lange periode van zwakke binnenlandse bestedingen. Die zou zonder twijfel doorwerken in een magere toename van de invoer. Dit zou kunnen bijdragen aan een forse verbetering van de handelsbalans. Het is echter hevig de vraag of een langdurige laagconjunctuur in de Verenigde Staten politiek aanvaardbaar is. Andere recente beleidsvoornemens van Bush cum suis. duiden juist op een forse conjuncturele impuls, zowel door middel van hogere overheidsuitgaven als lagere belastingen. Het overheidssurplus dreigt daardoor als sneeuw voor de zon te verdwijnen. Als deze ontwikkeling niet volledig wordt gecompenseerd door hogere besparingen in de particuliere sector, zal het Amerikaanse spaartekort de komende tijd alleen maar groter worden.

Daarbij zou, zoals gezegd, ook een forse versnelling van de exportgroei kunnen helpen. Daarbij zou de groei van de uitvoer dan wel substantieel hoger moeten liggen dan die van de invoer.

Gevolgen voor de Amerikaanse dollar

Handelsbeperkingen kunnen het Amerikaanse probleem in de buitenlandse handel niet oplossen. De kans op escalatie is veel te groot en de gevolgen voor de wereldeconomie zouden funest zijn. Een veel betere benadering bestaat uit een combinatie van beide mogelijkheden (contractie invoer, versnelling uitvoer), waarbij een fors lagere dollarkoers als katalysator moet optreden. Een goedkope dollar zal leiden tot een forse verbetering van de Amerikaanse concurrentiepositie. Dit zal de uitvoer ondersteunen en tegelijkertijd helpen om de invoergroei in te dammen. Dit alles laat onverlet dat bepaalde delen van de Amerikaanse industrie een sanering zullen moeten ondergaan om concurrerend te blijven op de wereldmarkt.

Conclusie

Het tempo waarin de Amerikaanse externe positie verslechtert, kan niet tot in lengte van dagen worden volgehouden. De externe positie van het land is anno 2002 veel zwakker dan in de jaren tachtig van de twintigste eeuw. Dit betekent ook, dat als het sentiment ten aanzien

van de dollar eenmaal omslaat, de kapitaaluitstroom dermate omvangrijk kan zijn dat een heftige koersbeweging zeer waarschijnlijk is. Een mogelijke 'trigger' zou kunnen worden gevormd door repatriatie van Japanse tegoeden in de VS in reactie op binnenlandse problemen aldaar. Zodra de dollar eenmaal afglijdt, kan dit een zichzelf versterkend proces worden.

Het is al met al een kwestie van tijd totdat de Amerikaanse dollar een koersdaling zal inzetten. Hoe langer de correctie in de externe waarde van de dollar op zich laat wachten, des te groter de kans dat deze correctie zich heftig en ongecontroleerd voltrekt. Om deze reden zou het raadzaam zijn dat de fed en de ecb in een gecoördineerde actie daadwerkelijk aansturen op een daling van de dollarkoers. Dit zou aanmerkelijk minder schadelijk zijn voor de wereldeconomie dan de handelsbeperkingen waartoe de regering-Bush haar toevlucht neemt

1 Zie ook: W.J. Kooij, [Tekort lopende rekening VS onhoudbaar](#), *ESB*, 9 november 2001, blz. 872-874.

2 In geval van directe investeringen is het daarbij overigens geenszins zeker dat deze opbrengsten ook daadwerkelijk gepatrieerd worden. Vaak worden winsten ingehouden en ter plaatse weer geherinvesteerd. Op die manier komt het rendement op directe buitenlandse investeringen onvolledig tot uiting op de betalingsbalans.

3 Zie ook W.J. Kooij, *op. cit.*, blz. 874