

I

De ‘verkeerde crisis’

Op 5 april 2006 liet de jonge senator uit Illinois, Barack Obama, de discussies op Capitol Hill over een nucleaire deal met India even voor wat ze waren en woonde hij de start bij van een nieuw denktank-project op Brookings.¹ Het Brookings-instituut wordt algemeen beschouwd als het invloedrijkste onderzoekscentrum ter wereld op het gebied van sociale wetenschappen. Obama’s optreden op Brookings was een soort auditie die kenmerkend was voor zijn latere presidentschap.² De toespraak die hij daar hield, ging over een nieuw initiatief – het Hamilton-project – dat geïnitieerd was door Robert Rubin, een van de ‘mannelijkmakers’ van de Democratische Partij. Rubin belichaamde de band die in de jaren negentig was gesmeed tussen de centrum-Democraten en de op wereldschaal denkende bankiers die aan het economische beleid van Amerika een andere inhoud hadden gegeven. In 1993 had Rubin zijn positie aan de top van Wall Street – hij was covoorzitter van de Raad van Bestuur van de investeringsbank Goldman Sachs – ingeruild voor het voorzitterschap van de nieuwe Nationaal Economische Raad, door Bill Clinton in het leven geroepen als tegenhanger van de Nationale Veiligheidsraad. Twee jaar later werd Rubin benoemd tot minister van Financiën. Naast Rubin, die de vergadering bij Brookings in april 2006 voorzat, was ook een jonge econoom aanwezig, Peter Orszag geheten, eveneens een oudgediende van de regering-Clinton; hij zou onder Obama begrotingsdirecteur worden. Overigens stelde Obama in 2008 praktisch zijn hele economische staf samen uit leden van Rubins ministerie van Financiën. Twaalf maanden vóór de financiële crisis, en tweeënhalf jaar voor Obama’s aantreden, laat het Hamilton-project in het klein zien hoe sommigen van de invloedrijkste adviseurs naar de wereld keken. Het toont ook aan wat ze konden voorzien en wat ze níét konden zien.

I

Na zijn terugkeer in het bedrijfsleven (1999) maakte Rubin zich zorgen over de onduidelijke koers van Washington. In de jaren negentig was globalisering het centrale thema geweest en in het nieuwe millennium was dat nog sterker het geval. Maar na twee jaar presidentschap van Bush (tweede termijn) bleek het beleid van de Republikeinse regering risico's voor Amerika in te houden. Het zorgde niet voor vermindering van de druk die van de mondiale concurrentie uitging, maar verdeelde de Amerikaanse samenleving ook nog eens. Daardoor ontstond het risico van een antiglobaliseringsreactie en een rampzalige financiële crisis waardoor Amerika's monetaire stabiliteit en de wereldwijde status van de dollar in het geding zouden komen.

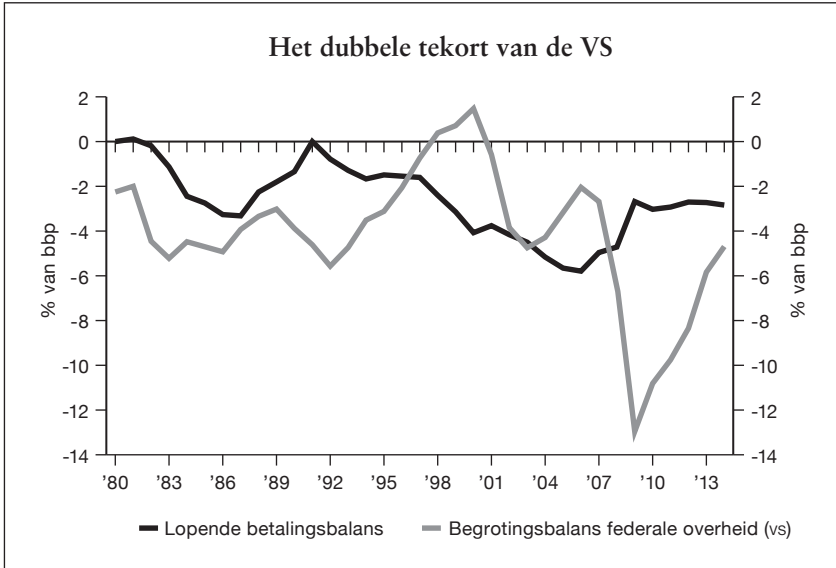
Niet dat Rubin en zijn getrouwen beroerd af waren in een wereld van globalisering. Na het ministerie van Financiën had Rubin een invloedrijke baan gekregen als senior adviseur van de Raad van Bestuur van Citigroup. Ook Orszag, die aan het begin van zijn carrière van de universiteit naar de overheid, naar consultancy, was geswitcht, zou uiteindelijk bij Citigroup belanden. Maar voor de gemiddelde Amerikaan was het een heel ander verhaal. Er waren overigens wel goede perioden geweest. De 'Clintonites' verheerlijkten nog altijd de jaren negentig als de bloeitijd van zowel de technologie als Wall Street. Maar al sinds de jaren zeventig hadden de lonen geen gelijke tred meer gehouden met de productiviteit. Voor de meritocraten van het Hamilton-project was het duidelijk waar de schulden gezocht moesten worden. De scholen in Amerika bleven in gebreke en gaven het jonge volkje niet meer de noodzakelijke opleiding waarmee het zijn voorsprong kon behouden. De eerste door het Hamilton-project afgescheiden rapporten stonden dan ook vol met aanbevelingen om betere docenten aan te stellen en de zomervakanties van de kinderen nuttiger te besteden.³ De discussies over economisch beleid betroffen in die periode een soort van pragmatische, empirisch onderbouwde, niet-ideologische aanpak met als doel: verhoging van de productiviteit. Het oogmerk was overigens puur politiek. Zoals Obama in zijn toespraak zei: 'Als je investeert in onderwijs, in gezondheidszorg en in hulp aan werkende Amerikanen, dan levert dat op alle vlakken van onze economie dividend op. (...) Ik denk dat als je veel van de aanwezigen in de zaal ernaar vraagt, de meesten zullen zeggen dat ze sterk vóór vrijhandel zijn en in marktwerking geloven. Bob [Rubin] en ik hebben nu al bijna een jaar gediscussieerd over de vraag hoe we in een mondiale economie moeten om-

gaan met de “verliezers”. In het verleden waren we geneigd te zeggen: hoor eens, we moeten gewoon blijven groeien en wie bijgeschoold moet worden, zullen we bijscholen. Maar eigenlijk hebben we die belofte nooit zo serieus genomen als wel zou moeten. (...) Vergeet niet dat er in plaatsen als Decatur, Illinois en Galesburg, Illinois, mensen zijn wier banen zijn verdwenen. Ze zijn hun zorgverzekering kwijt, ze zijn hun pensioenzekerheid kwijt. (...) Zij denken dat ze de eerste generatie zijn waarvan de kinderen slechter af zullen zijn dan zijzelf.⁴

Dat was verraad aan de gedachte van de Amerikaanse Droom, die immers voortdurende lotsverbetering inhield, en het bracht vervolgens het risico van politiek verzet met zich mee. Zoals Obama het verwoordde: ‘Een en ander zal zich uiteindelijk manifesteren in het soort nativistische, protectionistische en anti-immigratiegevoelens waarover wij het hier in Washington hebben. Er zijn dus reële consequenties verbonden aan het werk dat hier wordt gedaan. Dit is geen onschuldig proces.’⁵

Bij alle zorgen over globalisering en over de kans op populistisch verzet, die in 2006 al te onderkennen waren, was er één element van economisch nationalisme dat Obama ook zelf wel durfde te benoemen: ‘Als we het overheidstekort laag en onze schulden uit handen van andere landen houden, kan het ons lukken.’ De Hamilton-groep was niet alleen bezig met de mondiale concurrentiepositie, maar maakte zich ook zorgen over het schuldenvraagstuk.

Robert Rubin, Clintons minister van Financiën, ging er prat op dat hij de tekorten uit de regeerperiode van Reagan had weten om te buigen in aanzienlijke begrotingsoverschotten, want onder de Republikeinen was het met Amerika snel de verkeerde kant opgegaan. In juni 2001, na het dotcom-debacle en een omstreden verkiezingswinst (2000), had de regering-Bush een belastingverlaging doorgevoerd die de federale regering over tien jaar gezien naar schatting 1,35 biljoen dollar heeft gekost.⁶ Daarmee werden wel belangrijke groepen kiezers bediend, maar Rubins overschotten verdwenen als sneeuw voor de zon. De Republikeinen, die hier welbewust voor kozen, hadden zichzelf wijsgemaakt dat overschotten alleen maar tot meer overheidsuitgaven zouden leiden. Ze kozen voor een tegenovergestelde aanpak, wat de Republikeinse strategen van de periode-Reagan omschreven als ‘het beest uithongeren’.⁷ Door vast te houden aan belastingverlaging, en daarbij langs de rand van een financiële crisis te scheren, zouden ze een uiterst krachtig middel in handen hebben om het mes te kunnen zetten in de uitgaven, aanspraken op sociale uitkeringen af te remmen en de ‘voetafdruk’ van de overheid te verkleinen.



Bronnen: Office of Management and Budget en Bureau of Economic Analysis.

Op die belastingverlagingen hadden besnoeiingen op de uitgaven moeten volgen, maar het probleem was dat dit nooit is gebeurd. De terreuraanslag van 11 september 2001 bracht Amerika ineens in staat van oorlog. De regering-Bush reageerde met een enorme verhoging van de defensie- en veiligheidsuitgaven. Vervolgens kwam Amerika vast te zitten in het Iraakse ‘moeras’, wat wel erg sterk aan ‘Vietnam’ deed denken. In 2006, toen de Hamilton-groep bij elkaar kwam, stond Irak op de rand van een bloedige sektarische burgeroorlog. De vraag was nu hoe men hieruit kwam. ‘Irak’ was niet alleen ontmoedigend en vernederend, maar ook uiterst kostbaar. De regering-Bush deed haar best de kosten van de oorlog buiten de officiële begroting te houden. Daarom gingen deskundigen van de Democratische Partij zelf aan de slag met de cijfers: in 2008 bedroeg de rekening voor Afghanistan en Irak alleen al minstens 904 miljard dollar. Minder conservatieve schattingen kwamen uit op wel 3 biljoen dollar. Het was in ieder geval meer dan de Verenigde Staten na 1945 aan welke oorlog ook hadden uitgegeven.⁸

Natuurlijk viel dit wel op te brengen.⁹ Amerika was veel welvarender dan ten tijde van Pearl Harbor. Maar de regering-Bush maakte haar belastingverlagingen niet ongedaan: in mei 2003 deed ze er nog een schepje bovenop door een volgende ronde belastingverlichtingen door te voeren.

Aangezien het militaire budget heilig was en de rest van de discretionaire uitgaven te weinig omvangrijk was om een verschil te maken, stelden de Republikeinen voor het gat te dichten via wel erg onbillijke kortingen op de uitkeringen. Die kwamen echter niet door de Senaat, waar de Republikeinse meerderheid flinterdun was en waar de 'gematigden' de doorslag gaven. Als gevolg van deze impasse veranderde Rubins begrotingsoverschot van 86,4 miljard (2000) in een recordtekort van 568 miljard dollar in 2004 en daar zou het niet bij blijven.¹⁰

De aanzet tot het Hamilton-project was een rapport van Orszag en Rubin (2004), waarin ze de alarmklok luiden.¹¹ Eerst zouden de tekorten van Bush de rentes opdrijven en particuliere investeringen bemoeilijken. In een later stadium dreigde een veel ernstiger scenario. 'Aanzienlijke tekorten die tot ver in de toekomst doorwerken, kunnen een wezenlijke verandering teweegbrengen in de marktverwachtingen en tot een daarmee samenhangend verlies aan vertrouwen leiden, in binnen- én buitenland,' merkten Rubin en Orszag koeltjes op. 'De ongunstige dynamische effecten die zich dan zouden voordoen, ontbreken grotendeels, zo niet geheel en al, in de gebruikelijke analyses van begrotingstekorten. Deze omissie valt nog te begrijpen en is ook toelaatbaar in het geval van kleinere en tijdelijke tekorten, maar ze is minder goed te verdedigen in situaties met omvangrijke en permanente tekorten. Aanzienlijke, blijvende tekorten kunnen de verwachtingen en het vertrouwen ernstig en ongunstig beïnvloeden, wat vervolgens kan leiden tot een zelfversterkende negatieve cyclus die het onderliggende begrotingstekort, de financiële markten en de reële economie treft.' Kortom, de gebruikelijke analyses waren niet alarmerend genoeg. Waar ze niet 'serieus rekening mee hielden', was de mogelijkheid dat Amerika op 'fiscale of financiële wanorde' afstevende.

De oudgedienden van de regering-Clinton wisten waar ze het over hadden toen ze gewag maakten van een 'negatieve cyclus' van 'onderliggende begrotingstekorten, financiële markten en de reële economie'. Dat hadden ze naar hun mening namelijk geërfd van de met geld smijgende regeringen-Reagan en -Bush. In 1993, toen ze werden geconfronteerd met een instortende obligatiemarkt, hadden ze ambitieuze stimuleringsplannen op de lange baan geschoven.¹² Onder invloed van Rubin en Fedvoorzitter Alan Greenspan werd terugdringing van het tekort een mantra van het team-Clinton. Chef politieke adviezen James Carville bracht dit tot de volgende overpeinzing: 'Ik dacht toen weleens dat ik, als reïncarnatie bestond, terug wilde komen als president, paus of honkballer met een slaggemiddelde van .400, maar nu wil ik terugkomen als obliga-

tiemarkt. Daarmee kun je iedereen ontzag inboezemen.’¹³

In de jaren tachtig en negentig stonden de zogeheten *bond vigilantes* (‘obligatieburgerwachten’) in aanzien. Tien jaar later waren ze er nog. De obligatiefondsen waren immers groter dan ooit. Maar, zoals Obama had aangegeven, maakte de Rubin-clan zich minder zorgen om de binnenlandse investeerders: de buitenlandse investeerders vormden het grootste probleem. De tekorten van de regering-Bush werden overwegend gefinancierd door buitenlandse obligatieaankopen. Zoals Orszag en Rubin in hun rapport opmerkten, vormde Amerikaans schatkistpapier nog altijd de veiligste investering ter wereld. Men liep geen risico op ‘default’ (in gebreke blijven) of op een plotselinge inflatie-explosie. ‘Maar als die verwachting veranderde en als investeerders dachten dat ook met politiek beleid extreme maatregelen niet langer te vermijden waren, dan zouden de consequenties weleens veel ernstiger kunnen zijn dan men op grond van de gebruikelijke inschattingen verwachtte.’ Het was overigens niet alleen de groep-Clinton die zich zorgen maakte. In 2003 achtte het onafhankelijke Congressional Budget Office het juist zijn afnemers aan een extreem scenario te herinneren waarin buitenlandse investeerders niet langer Amerikaanse effecten kochten, waarin de dollar kelderde en de rentes en de inflatie omhoogschoten. ‘Bij het vooruitzicht van afnemende winsten en oplopende inflatie en rentes, zouden aandelenbeurzen kunnen instorten en zouden consumenten ineens minder gaan besteden. Daarbij zouden de economische problemen in de Verenigde Staten de rest van de wereld kunnen treffen en de economieën van Amerika’s handelspartners ernstig kunnen verzwakken.’¹⁴

Door de omvang van de tekorten werd Amerika gevoelig voor druk vanuit de obligatiemarkt. Het feit dat buitenlandse investeerders hun handen plotseling zouden kunnen aftrekken van staatsobligaties, vormde een schrikbeeld: de externe financiering van Amerika’s economische onevenwichtigheden kon dan zomaar stilvallen. Maar het was vooral de nationaliteit van de buitenlandse investeerders die het scenario zo angstaanjagend maakte. Tot de jaren tachtig zaten de voornaamste buitenlandse investeerders van de Verenigde Staten in Europa. Vervolgens had Japan, met zijn enorme handelsoverschotten, de zaak overgenomen. Ook in de eenentwintigste eeuw was het land nog steeds een van Amerika’s grootste crediteuren. Maar in de jaren negentig, met een stijgende yen en een binnenlandse economie die werd verlamd door een alles ontwrichtende neergang van de vastgoedsector, werd Japans concurrentiepositie almaar zwakker. Na de eeuwwisseling kreeg de globalisering een ander gezicht, Aziatisch.

In april 2006, toen Obama het had over ‘onze schulden uit handen van andere landen’ houden, doelde hij, zo beseftte iedereen, op China en het communistische regime aldaar.

II

Vanaf de jaren zeventig van de vorige eeuw vormde China een hoeksteen in de Amerikaanse geopolitiek. Nixon en Kissinger hadden de fronten van de Koude Oorlog opengebrouwen door China te bevrijden uit de omhelzing van de Sovjets. Nu was de Sovjet-Unie langzaam uit beeld verdwenen en daarmee was ook het Europese toneel van de Koude Oorlog uit het zicht. De Pacific was de nieuwe horizon voor de Amerikaanse macht en China was de rivaal van de toekomst. Voor het eerst sinds de opkomst van nazi-Duitsland hadden de Verenigde Staten te maken met een mogendheid die én een potentiële geopolitieke concurrent én een politiek vijandig soort regime én een in economisch opzicht kapitalistisch succesverhaal was. Het feit dat Obama voor de bijeenkomst op Brookings koos in plaats van voor besprekingen over een nucleaire deal met India, was veelzeggend. Amerika was op zoek naar nieuwe bondgenoten in Azië. En wat nog belangrijker was dan kernbommen, althans in de ogen van de Hamilton-groep, was de economie.

De regering-Clinton had China geholpen kennis te maken met globalisering. In november 1995 had Washington Beijings aanvraag van het lidmaatschap van de in 1995 opgerichte Wereldhandelsorganisatie (WTO) gesteund. Amerika had zich natuurlijk al eerder op soortgelijke wijze ingespannen – na 1945 voor West-Europa, in de jaren vijftig en zestig voor Japan en Oost-Azië, en in de jaren negentig voor Oost-Europa. Het ontsluiten van markten was goed voor het Amerikaanse zakenleven, voor Amerikaanse investeerders en voor Amerikaanse consumenten. Amerika’s economische belangen waren zo gespreid dat ze in feite neerkwamen op mondiaal kapitalisme.¹⁵ Halverwege de jaren negentig had Washington afgezien van directe confrontaties met het Chinese communistische regime op het punt van mensenrechten, de rechtsstaat en democratie. Zowel de globalisten van de Democratische Partij als die van de Republikeinse Partij gokten erop dat China door de onpersoonlijke krachten van samenwerking op handelsgebied te zijner tijd een gezeglijke en aangename belanghebbende in de wereldorde zou worden.¹⁶

China groeide spectaculair en Amerikaanse investeerders maakten

enorme winsten. Amerikaanse fabrikanten als General Motors zetten in op China.¹⁷ Na een kortdurende ‘storm’ rond de Straat van Taiwan (1995-1996) kwamen de diplomatieke betrekkingen in rustiger vaarwater. Maar alleen al door zijn omvang was China een tegenstander van formaat. Met het keiharde optreden op het Tiananmen-plein (1989) had de Communistische Partij haar bedoelingen kenbaar gemaakt; ze zou het eenpartijstelsel niet opgeven. Sindsdien had ze een volksideologie ontwikkeld die nationalistisch én communistisch was.¹⁸ Washington mocht dan inzetten op internationale handel en globalisering om zo China te ‘verwestersen’, de Chinese Communistische Partij gokte op het tegendeel.¹⁹ De leiders van de partij gingen ervan uit dat een overdreven groei hen niet zou verzwakken maar hun positie als succesvolle roergangers, die hun land een spectaculaire comeback bezorgden, juist zou consolideren. Beijing profiteerde van de handelsmogelijkheden, maar het ging nooit zover dat het de markten helemaal opengooide. Het bepaalde wie er mocht investeren en tegen welke voorwaarden. Het zag toe op de inkomende en uitgaande geldstromen. Dat maakte het de Chinese Volksbank weer mogelijk de wisselkoers vast te zetten; vanaf 1994 had ze dat ook gedaan door die aan de dollar te koppelen.

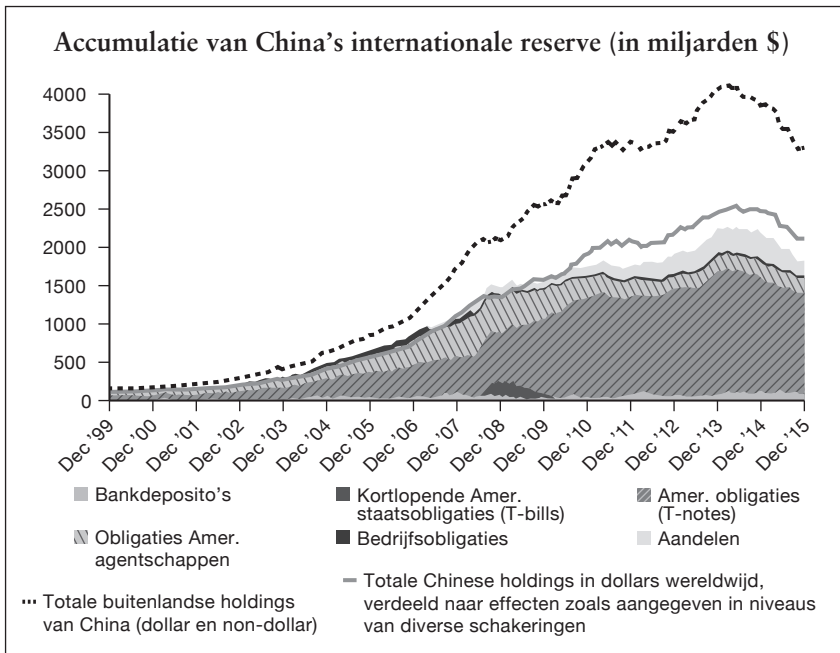
In de keuze voor een koppeling aan de dollar stond China bepaald niet alleen. Ondanks de toen veel te horen verhalen over marktliberalisering was de financiële wereld niet plat. Het mondiale monetaire systeem was hiërarchisch, met de belangrijkste valuta, de dollar, aan de top van de piramide.²⁰ Aan het begin van de eenentwintigste eeuw was er sprake van een netwerk van aan de dollar gekoppelde valuta – goed voor circa 65 procent van de wereldeconomie (maatstaf: het bbp).²¹ De valuta die niet aan de dollar waren gekoppeld, hadden vaak de euro als ankerpunt. Dikwijls was koppelen een teken van zwakte. In veel gevallen werd voor de wisselkoers, heel ambitieus, een te hoge waarde gekozen. Dat bracht op korte termijn wel voordelen met zich mee. Importen werden goedkoper. Lokale oligarchen konden dan voordelig buitenlandse prestigeobjecten op onroerend-goedterrein op de kop tikken. Maar er waren ook enorme risico’s aan verbonden. De valutakoppeling kon soms in één klap wegvallen. De schijn van stabiliteit die zich bij een vaste wisselkoers voordeed, stimuleerde een royale instroom van buitenlands geld, die ertoe bijdroeg de binnenlandse economische activiteit op te voeren, maar wel zorgde voor een onevenwichtige handelsbalans, met buitenlandse financiering. Banken die buitenlands geld overmaakten, floreerden. Dat heeft de crisis veroorzaakt.²² Toen internationale investeerders het vertrouwen

verloren, resulteerde dat in een rampzalige, plotselinge stop op de activiteiten. Vervolgens raakten de valutareserves van de centrale bank op en bleef er geen andere keus dan de valutakoppeling los te laten. Stabiliteit geeft zo aanleiding tot een desastreuze devaluatie. Wie zijn geld als eerste terugtrekt, is misschien nog te redden. Wie in vreemde valuta had geleend, ging failliet.

Dat was het verhaal van de jaren negentig: Mexico in 1994; Maleisië, Zuid-Korea, Indonesië en Thailand in 1997; Rusland in 1998; Brazilië in 1999. Door deze crises in te dammen werden de Amerikaanse Fed-voorzitter Alan Greenspan, minister van Financiën Robert Rubin en Rubins tweede man, Larry Summers, alomtgeprezen als het 'Comité ter redding van de wereld'.²³ Wat er kon gebeuren wanneer die Amerikaanse superhelden níet bij de hand waren, bleek wel in 2001. Terwijl de regering-Bush helemaal in beslag werd genomen door de terreuraanval van '9/11', kreeg Argentinië te maken met zware speculaties tegen zijn munt. Ondanks een lening van 22 miljard dollar van het IMF werd de situatie van Argentinië zonder Amerikaanse steun onhoudbaar; 80 procent van de particuliere Argentijnse schuld was in dollars, terwijl maar 25 procent van de economie van Argentinië op de export was gericht.²⁴ In december 2001, toen de dollars het land uit vloeiden, schortte de Argentijnse regering het opnemen van banktegoeden op. In een sfeer van rellen, die 24 personen het leven kostten, viel de regering. Op 24 december 2001 maakte Argentinië bekend dat het de terugbetalingen van 144 miljard dollar staatsschuld opschortte, waaronder die van 93 miljard dollar aan buitenlandse crediteuren. De peso daalde sterk in waarde, van 1:1 tot 3:1 ten opzichte van de dollar, wat de dollar-kredietnemers de kop kostte. De economie zakte in naar een niveau dat men sinds begin jaren tachtig niet meer had meegemaakt. Bij de eeuwwisseling belandde meer dan de helft van de Argentijnse bevolking onder de armoedegrens.²⁵

China was niet van plan het slachtoffer van een plotse economische stilstand te worden of een beroep te moeten doen op Amerikaanse bijstand.²⁶ Om de risico's in te dammen koos Beijing bij zijn valutakoppeling voor een wisselkoers die niet te hoog maar ook niet te laag was. Dat hadden Japan en Duitsland in de jaren vijftig en zestig ook gedaan.²⁷ Het was een methode om op export steunende groei te verkrijgen, maar het zorgde ook weer voor spanningen. Het onderwaarderen van de Chinese munt maakte de importen onnodig duurder en ging ten koste van de Chinese levensstandaard. Toen dit alles tot een overschot op de handelsbalans leidde ten opzichte van de Verenigde Staten en China Amerikaanse

staatsobligaties kocht, exporteerde het arme China kapitaal naar het rijke Amerika en financierde het in feite Amerikaanse consumenten opdat dezen de producten van zijn enorm grote, nieuwe fabrieken zouden kopen. Bovendien was het kunstmatig laag houden van de wisselkoers geen eenvoudige zaak. Nu China's handelsoverschot ten opzichte van de Verenigde Staten maar liefst van 83 miljard (2000) tot 227 miljard dollar (2009) was gestegen, moest de Chinese centrale bank, om de waarde van de yuan laag te houden, voortdurend dollars kopen en haar eigen munt verkopen. Daartoe drukte ze yuans bij. In normale omstandigheden zou dit tot binnenlandse inflatie hebben geleid, met verlies van elk concurrentievoordeel en groeiende sociale onrust. Om de effecten van haar eigen handelen te neutraliseren verplichtte de Chinese Volksbank alle Chinese banken daarom uit voorzorg steeds grotere reserves aan te houden, waarmee hun munt in feite uit de circulatie werd genomen. Het was een hoogst onevenwichtige situatie, die alleen in stand te houden viel dankzij de zeer innige



Noot: Schattingen aangepast voor Belgische holdings en Britse effecten.

Bron: Brad Setser, 'How Many Treasuries Does China Still Own?', Follow the Money (blog), Council on Foreign Relations, 9 juni 2016, <https://www.cfr.org/blog/how-many-treasuries-does-china-still-own>.

relatie tussen het Chinese regime en de zakenelite – een relatie die gestoeld was op het gemeenschappelijke lidmaatschap van de Communistische Partij, op dwang en op wederzijds profijt. Chinese bedrijven en de eigenaren daarvan, de opkomende oligarchen, profiteerden enorm van een geweldige, dankzij de export ontstane hoogconjunctuur.²⁸ Chinese boeren en arbeiders koesterden dromen van stedelijke welvaart. Intussen vormden Beijings enorme reserves in vreemde valuta de beste garantie die een onzekere wereldeconomie in geval van crisis te bieden had – China's soevereiniteit zou niet worden aangetast.

Nu zo veel munten vast aan de dollar waren gekoppeld en er geen mogelijkheid bestond om de concurrentieverhoudingen in de export via depreciatie of appreciatie aan te passen, was het geen verrassing dat zich in de wereldeconomie polarisatie voordeed: aan de ene kant landen met een exportoverschot en aan de andere kant landen met een importtekort. Alleen al in het eerste kwartaal van 2005 kampten de Verenigde Staten met een tekort op de lopende rekening van bijna 200 miljard dollar (door te veel betalingen aan het buitenland voor handel in goederen en diensten ten opzichte van beleggingsbaten). Over het hele jaar gerekend kwam het uit op 792 miljard dollar en wat 2006 betrof waren er tekenen die op een nog verdere verslechtering wezen. Voor de landen aan de overschotkant van de 'mondiale onevenwichtigheden' vormden de zogeheten *sovereign wealth funds* (SWF – overheidsbeleggingsfondsen) prima middelen voor het opslaan van enorme hoeveelheden kapitaal. Volgens schattingen van het Peterson Institute for International Economics in Washington, bezaten SWF's van landen met opkomende markten in 2007 ten minste 2 biljoen dollar aan activa, naast de biljoenen aan reserves bij hun centrale banken.²⁹ De Saudi Arabian Monetary Authority, de centrale bank, zat goed bij kas, net als de SWF's van Noorwegen en Singapore. Sommige SWF's namen risico's met aandelenbeleggingen. China's Staatsadministratie voor Buitenlandse Deviezen was op zoek naar veilige en voorspelbare rendementen. De keuze voor veilige beleggingen viel op langlopende Amerikaanse staatsobligaties en op door de Amerikaanse overheid ge-waarborgde effecten.

De 'onevenwichtigheden' waren wel verontrustend, maar in geval van tegenslag zouden de eerste klappen ten minste niet de overschot-landen, maar eerder 'de andere kant' treffen. De Verenigde Staten, mondiaal gezien het land met het grootste overheidstekort, zouden te maken krijgen met een devaluatie van hun munt en met stijgende rentes doordat buitenlandse investeerders dan afstand van hun Amerikaanse bezittingen zou-