



Begrotingstekort en rentestand in de VS

Auteur(s):

Henseler, P.

*De auteur is werkzaam bij IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco-groep***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4045, pagina 150, 14 februari 1996

Rubriek:

MONITOR

Trefwoord(en):

financiële, markten, verenigde, staten

Voor President Clinton is het verkiezingsjaar 1996 goed begonnen. Zijn kansen op een tweede ambtstermijn zijn volgens de opiniepeilingen de afgelopen paar maanden sterk gestegen, niet in de laatste plaats doordat bij de tegenpartij de Republikeinse revolutie enige averij heeft opgelopen.

Clintons verzet tegen de Republikeinse begrotingsplannen heeft hem geen windeieren opgeleverd, maar nu lijkt de tijd aangebroken voor een compromis. Immers, een ervaringsregel zegt dat de zittende president niet herkozen wordt als het reëel beschikbare inkomen in het verkiezingsjaar met minder dan 2,8% toeneemt. De enige zekere manier om dit jaar aan die voorwaarde te voldoen is een belastingverlaging, maar daarvoor is medewerking nodig van het Congres en dus een begrotingsakkoord. Dat betekent waarschijnlijk een krachtige fiscale stimulans op een moment dat de economie dank zij de rentedaling in 1995 alweer aan een versnelling is begonnen. Beleggers in Amerikaanse obligaties moeten dus rekening houden met een stijging van de lange rente in de tweede helft van het jaar, ook al zal de markt aanvankelijk gunstig op het akkoord reageren.

Doorbraak in de begrotingsimpasse

Langzaam maar zeker begint er schot te komen in de onderhandelingen tussen Congres en Witte Huis over de begroting. De Republikeinen, die sinds 1994 de meerderheid hebben in zowel de Senaat als het Huis, hebben gemerkt dat hun tactiek om president Clinton onder druk te zetten door het dichtdraaien van de geldkraan een averechtse uitwerking heeft. De populariteit van Clinton schoot omhoog toen hij door geldgebrek gedwongen werd om de ambtenaren naar huis te sturen. De Republikeinen werden in de media afgeschilderd als rechtse extremisten die een redelijk compromis tegenhielden, terwijl Clinton werd gepromoveerd tot redder van de verzorgingsstaat.

Op het oog zijn de verschillen tussen beide partijen niet eens zo groot. Clinton heeft immers al ingestemd met de Republikeinse doelstelling om in zeven jaar het overheidstekort tot nul te reduceren terwijl ook de veronderstellingen inzake groei en inflatie waarop zijn zeven-jarenbegroting is gebaseerd niet veel verschillen van de Republikeinse cijfers. Beide begrotingen gaan uit van een groei van ruim 2% per jaar, een inflatie van 3% terwijl er ongeveer 6% staat voor lange rente en werkloosheid.

Het probleem met Clintons begroting is tot dusverre vooral dat er niets wordt gedaan aan de snel stijgende post sociale uitkeringen en gezondheidszorg. Deze post neemt één derde van de totale federale begroting in beslag en zou bij ongewijzigd beleid met 10% per jaar blijven stijgen. Die groei willen de Republikeinen halveren tot 5% per jaar (zie [tabel 1](#)). Daartoe is een ingrijpende hervorming nodig van het sociale stelsel, waarbij vooral gedacht wordt aan delegatie van uitkeringsbevoegdheden aan de Staten en lokale overheden.

Tabel 1. De Republikeinse begroting (1996-2002)

	% stijging per jaar	cumu- latief (%)
sociale zekerheid en gezondheidszorg	5	41
overige uitgaven	0	0
totale uitgaven	3	23

Clinton sprak in dit verband van de "volledige ontmanteling van de verzorgingsstaat", ondanks het feit dat de uitgaven voor die verzorgingsstaat in de Republikeinse begroting altijd nog cumulatief met 41% stijgen gedurende de komende zeven jaar. Een knap staaltje verkiezingsretoriek dat zijn uitwerking niet miste. Blijkbaar is het enthousiasme voor de Republikeinse revolutie enigszins geluwd nu de kiezers met de concrete gevolgen worden geconfronteerd.

In Clintons begroting, waarin bijna 80% van de uitgaven, namelijk rente, defensie en sociale voorzieningen, vrijwel helemaal buiten schot blijven, moeten de bezuinigingen volledig uit de resterende 20% 'vrije' overheidsbestedingen komen, wat uiteraard een onmogelijke opgave is. Elke concrete poging in die richting ontbreekt dan ook, zodat de begroting deze keer de omvang had van een korte novelle in plaats van de gebruikelijke 2000 bladzijden. De Republikeinen reageerden uiteraard afwijzend op deze 'schertsbegroting', zodat een

oplossing van de impasse verder weg leek dan ooit.

Begin februari echter werden de eerste tekenen zichtbaar van een mogelijke doorbraak, toen Clinton verklaarde wel iets te zien in een plan van de invloedrijke, niet-partijgebonden National Governors Association waarin de gouverneurs van vrijwel alle Amerikaanse staten zijn verenigd. Hun voorstel inzake hervorming van de gezondheidszorg en sociale zekerheid komt dicht in de buurt van de Republikeinse plannen en behalve Clinton gaven ook Dole en Gingrich blijk van hun instemming. Het was de eerste keer dat Clinton enige bereidheid toonde om over dit onderwerp te onderhandelen. Kortom, wellicht het begin van een doorbraak, waardoor de kans dat er alsnog een einde komt aan de impasse plotseling sterk is gestegen.

Trans-pacific yieldcurve effect

In eerste instantie zal de obligatiemarkt vermoedelijk gunstig reageren op een begrotingsakkoord dat belooft om in de komende zeven jaren af te rekenen met het overheidstekort. Totdat de twijfel begint te knagen wanneer blijkt dat het tekort aanvankelijk juist zal toenemen, als gevolg van de belastingverlaging die beide partijen gemakshalve reeds in hun begroting hebben opgenomen met het oog op de komende verkiezingen. Eerst de belasting verlagen en dan pas bezuinigen, dat zal menig belegger bekend in de oren klinken en tot nadenken stemmen.

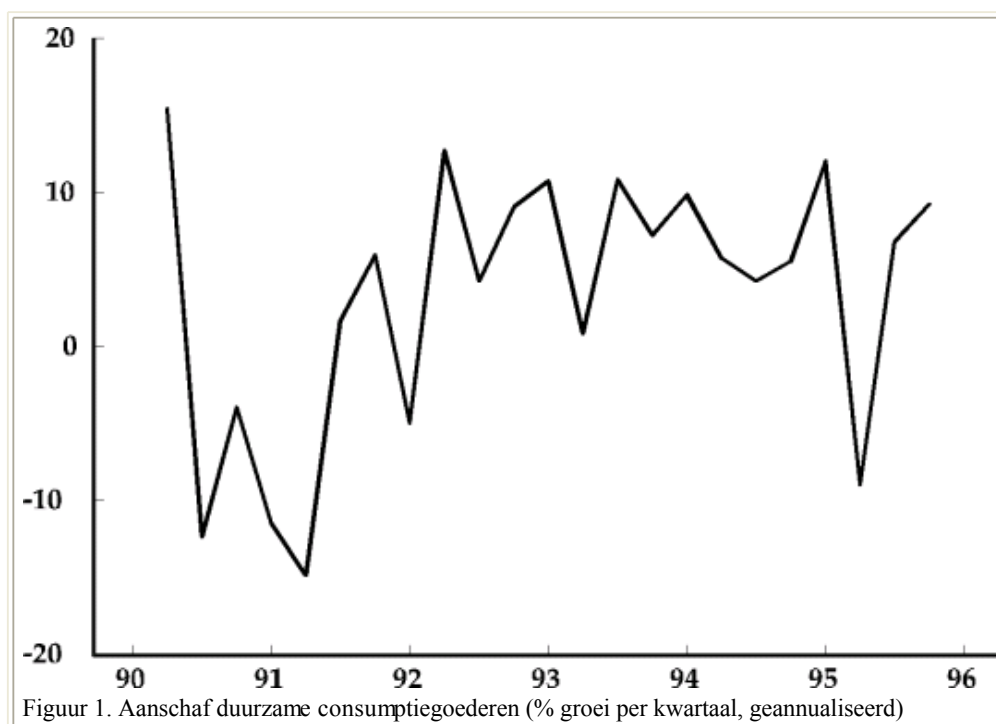
Als er op het moment van een begrotingsakkoord, waarschijnlijk in maart, nog geen tekenen zijn van een groeiversnelling, dan kan de rente nog verder omlaag. Volgens de huidige consensus is er voorlopig nog weinig kans op een groeiversnelling, onder meer omdat het monetaire beleid nog steeds aan de krappe kant zou zijn gezien de vlakke yieldcurve die aan het korte eind zelfs een duidelijke inversie vertoont.

Er zijn echter aanwijzingen dat de huidige yieldcurve een vertekend beeld geeft van de monetaire situatie. Immers, veel internationale beleggers profiteren tegenwoordig van de lage rente in Japan door de opbrengst van goedkope yen-leningen te beleggen in Amerikaans schatkistpapier met een looptijd van 1 á 3 jaar. Als gevolg van dit 'trans-pacific yieldcurve effect' is aan het korte eind van de yieldcurve in de VS een 'inverse rentestructuur' ontstaan waarbij het rendement op twee-jaars schatkistpapier daalde tot 4,9%, beduidend lager dan de federal funds rate van 5,25%. De markt heeft zodoende in de forwardcurve reeds een verdere verlaging van de Funds Rate ingeprijsd tot circa 4,5% en wekt daarmee de suggestie dat de Fed nog steeds aan de krappe kant is en binnenkort opnieuw de rente zal verlagen. Dat laatste zou er eigenlijk op neerkomen dat de Fed verruimt vanwege de lage rente in Japan, hetgeen niet erg waarschijnlijk is, ook gezien de internationaal gedeelde opvatting dat de dollar eerder te zwak is dan te sterk. Kortom, het gevaar bestaat dat de reeds ingeprijsde renteverlaging niet of niet volledig zal worden gehonoreerd door de Fed, uiteraard tot teleurstelling van de obligatiemarkt.

Einde groeivertraging in zicht

Op het eerste gezicht maakt de economie geen florissante indruk. Toen eind januari Greenspan e.a. opnieuw de rente verlaagde werd dat dan ook algemeen opgevat als een teken van bezorgdheid bij de Fed over het gebrek aan groei en als een poging om die groei alsnog aan te zwengelen.

Deze opvatting, dat de rente nog steeds te hoog is voor een gezonde groei, lijkt op het eerste gezicht inderdaad heel plausibel, maar klopt niet met de feiten. Die wijzen immers uit dat juist de rentegevoelige sectoren al in het tweede kwartaal van 1995 voor een opmerkelijk herstel zorgden, dus nog voordat de Fed in juli voorzichtig begon te verruimen. Neem bij voorbeeld de duurzame consumptiegoederen, de belangrijkste rentegevoelige bbp-component, die na de rentestijging in 1994 in het eerste kwartaal van 1995 plotseling een reële daling van bijna 9% op jaarbasis vertoonde (zie [figuur 1](#)). Toen ook de rentegevoelige woningbouw begon in te zakken besloot de Fed begin juli vorig jaar tot een renteverlaging. Enkele weken later bleek dat in het tweede kwartaal de consumptie van duurzame goederen zich alweer hersteld had met een positieve groei van 7%, gevolgd door een krachtige stijging van bijna 10% in het derde kwartaal toen ook de woningbouw zich weer herstelde.



Een belangrijke oorzaak van dit krachtige herstel van de rentegevoelige sectoren was vooral de scherpe daling van de lange rente in de eerste helft van 1995. De verlaging van de federal funds rate in juli kan hierbij nauwelijks een rol hebben gespeeld, aangezien veranderingen in het monetaire beleid gemiddeld pas na anderhalf jaar merkbaar effect op de economie gaan sorteren. In het vierde kwartaal deed de consument het weer wat rustiger aan, wat de aanleiding vormde voor nog twee renteverlagingen door de Fed, in december en januari. De groei in het vierde kwartaal werd bovendien extra gedrukt door een aantal bijzondere factoren, zoals de staking bij Boeing, slecht weer en de tijdelijke sluiting van de overheid. Het is dan ook moeilijk in te zien waarom nog meer renteverlaging nodig zou zijn om de economie weer aan te zwengelen. Immers, als de consument vorig jaar geen hulp van de Fed nodig had voor zijn verrassende come-back, waarom dan nu wel? Vorig jaar had de consument voldoende aan een daling van de lange rente van 8% naar 7% in de eerste helft van 1995, nu kan hij profiteren van de verdere rentedaling in de tweede helft van 1995, van 7% naar 6%. De matige groei van het reëel besteedbare inkomen met amper 2% jaar-op-jaar lijkt geen onoverkomelijke hinderpaal gezien de verbeterde balanspositie van consumenten als gevolg van de koersstijging van aandelen en obligaties.

Conclusie

Clinton kan zich niet veroorloven om af te wachten totdat de groei weer aantrekt en de consument uit eigen beweging terugkeert naar de winkel. Daarom zal hij zo snel mogelijk aansturen op een begrotingsakkoord, in de wetenschap dat de bijbehorende belastingverlaging ten gunste van het besteedbare inkomen een belangrijke voorwaarde is voor zijn herverkiezing. Weliswaar zal zo'n fiscale stimulering resulteren in een tijdelijke stijging van de lange rente in de tweede helft van 1996, maar dat gaat hoogstens ten koste van de groei in 1997, na de verkiezingen.

Anderzijds groeit ook bij de Republikeinen de bereidheid om via compromissen alsnog tot een begrotingsakkoord te komen. De ervaring heeft immers geleerd dat een harde confrontatie met Clinton alleen maar in diens voordeel werkt. Bovendien begint men bij de Republikeinen te beseffen dat hun revolutie definitief tot mislukken is gedoemd, mocht Clinton worden herkozen zonder begrotingsakkoord. Dan zou het immers vaststaan dat een 'balanced budget'-politiek geen haalbare kaart is en dat niet de politiek maar de wal het schip zal moeten keren. In dat geval wordt een fiscale catastrofe in het begin van de volgende eeuw onafwendbaar, wanneer de babyboom-generatie de pensioengerechtigde leeftijd heeft bereikt. Dan zal men, ongeacht de economische vooruitzichten op korte termijn, rekening moeten gaan houden met een snel oplopende risico-premie in de lange rente.

Gezien deze risico's zullen ook de Republikeinen wel bereid zijn om water bij hun revolutie te doen. Wellicht zal men achteraf van een fluwelen revolutie kunnen spreken.