

# De internationale vermogenspositie van de VS

*De voortdurende begrotingstekorten hebben de internationale vermogenspositie van de VS dramatisch verslechterd. Ondanks maatregelen van president Clinton om het begrotingstekort te verminderen, zal de vermogenspositie de komende jaren vermoedelijk nog verder verslechteren. Dit heeft belangrijke consequenties voor het vertrouwen in de Amerikaanse economie en de koers van de dollar.*

In de loop van de jaren tachtig ondergingen de VS een dramatische omslag in hun netto vermogenspositie, het totaal van de Amerikaanse beleggingen in het buitenland minus de buitenlandse beleggingen in de VS. Deze omslag hangt samen met het tekort op de lopende rekening sinds 1982. Dit tekort werd gefinancierd met een netto kapitaalvoer die de VS van een traditioneel crediteurland veranderde in een schuldenland.

Door sommigen is deze kapitaalvoer gezien als een blijk van vertrouwen van buitenlandse beleggers en investeerders in de winst- en groeimogelijkheden in de VS. Een nadere uitsplitsing van de herziene cijfers over de internationale vermogenspositie van de VS geeft niet veel steun aan deze zienswijze<sup>1</sup>.

In deze bijdrage onderzoeken we de veranderingen in de omvang en de samenstelling van de vermogenspositie van de VS om inzicht te krijgen in de aard van de netto kapitaalvoer in de jaren tachtig. Hoe werd het gecumuleerde tekort op de lopende rekening gefinancierd? Welke consequenties hebben de veranderingen in de vermogensportefeuille van de VS voor het macro-economische beleid, de internationale beleidscoördinatie, het vertrouwen in de Amerikaanse economie en de dollarkoers?

## De betalingsbalans

De lopende rekening van de VS vertoonde in de jaren tachtig een ongekende mate van onevenwichtigheid. In de lange periode van hoogconjunctuur van 1982-1990 steeg het tekort eerst tot een naoorlogs record van 3,5% bnp in 1987 om daarna geleidelijk te dalen.

Hoewel het tekort in 1991 mede door de recessie sterk terugliep, is de prognose dat het in 1992 en 1993 weer oploopt<sup>2</sup>.

Tekorten op de lopende rekening vinden hun spiegelbeeld op de betalingsbalans in een netto kapitaalvoer. In de VS worden alle transacties van vermogenstitels, inclusief banktegoeden en officiële reserves, op de kapitaalbalans geregistreerd. De kapitaaltransacties die op de betalingsbalans worden geregistreerd, veroorzaken mutaties in de internationale vermogenspositie, die ook ten dele worden verklaard door herwaardering van de afzonderlijke bestanddelen van het vermogen.

In de periode 1982-1990 werd het gecumuleerde tekort op de lopende rekening van \$ 897 mrd. gedekt door een geregistreerde netto kapitaalvoer van \$ 720 mrd. De ontbrekende \$ 177 mrd. wordt gevormd door niet geregistreerde kapitaalvoer die tot uitdrukking komt in de post statistische verschillen<sup>3</sup>. De verandering van de vermogenspositie als gevolg

1. R.B. Scholl e.a. The investment position of the United States in 1991, *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, juni 1991.

2. Het saldo op de lopende rekening van 1991 wordt sterk geflatteerd door de \$ 40 mrd. die de bondgenoten in 1991 overmaakten als bijdrage tot de kosten van de Golfoorlog. Deze bijdrage is als ontvangst geboekt bij de eenzijdige overdrachten. De OESO raamt het tekort voor 1992 op \$ 41 mrd. en voor 1993 op \$ 49 mrd. OESO, *Economic Outlook*, juni 1992.

3. C.L. Bach, US international transactions, fourth quarter and year 1990, *Survey of Current Business*, maart 1991, blz. 35.

van herwaardering laat weliswaar jaarlijks grote schommelingen zien, maar daarbij compenseren op- en afwaarderingen elkaar grotendeels. Over de genoemde periode was de daling in de netto vermogenspositie door afwaardering per saldo \$ 52 mrd. groter dan de geregistreerde kapitaal invoer.

## Samenstelling vermogenspositie

De internationale vermogenspositie van de VS wordt weergegeven op de vermogensbalans in tabel 1. Om te zien welke verandering er in de vermogenspositie optrad in de periode van lopende-rekeningtekorten wordt de positie per ultimo 1981, het laatste jaar waarin de lopende rekening nog positief was, vergeleken met die van eind 1991. Omdat de buitenlandse beleggingen in de VS bijna twee keer zo hard groeiden als de beleggingen van de VS in de rest van de wereld, liep de netto vermogenspositie terug van plus \$ 374 mrd. tot min \$ 362 mrd.

De netto vermogenspositie is in tabel 1 uitgesplitst voor de overheid en de particuliere sector in de VS.

In 1981 was het hele netto buitenlands actief in handen van de particuliere sector. Eind 1991 had de particuliere sector een netto buitenlands passief. Daarbij vond een verschuiving plaats in de samenstelling van de particuliere vermogenspositie. Terwijl het relatieve aandeel van de directe investeringen daalde, steeg het aandeel van de tegoeden bij banken en de belegging in effecten<sup>4</sup>. Toch was eind 1991 de netto-vermogenspositie voor directe investeringen nog steeds positief (\$ 168 mrd.). Daarentegen stond de effectenportefeuille en de bancaire positie voor respectievelijk \$ 253 mrd. en \$ 23 mrd. in het rood.

Voor de overheid was eind 1981 de waarde van de activa ongeveer even groot als de waarde van de passiva. Deze activa bestaan uit de officiële reserves en overige, hoofdzakelijk lange, vorderingen als gevolg van kredietverlening uit hoofde van de buitenlandse politiek. De passiva bestaan uit tegoeden van buitenlandse centrale banken die hun dollartegoeden in schatkistpapier beleggen, en schatkistpapier gekocht door de buitenlandse particuliere sector. Door de sterke stijging van haar pas-

Tabel 1. De internationale vermogensbalans van de VS, in mrd. dollars

Activa	1981	1991	Passiva	1981	1991
Belegging van de VS in het buitenland	1.004	1.960	Belegging van het buitenland in de VS	630	2.322
			<b>Netto vermogen</b>	374	-362
			• Particuliere sector	380	-49
			• Overheid	-6	-313

Bron: Deze optelling is gebaseerd op cijfers uit de *Survey of current business*, US Department of Commerce, juni 1992.

Tabel 2. Structuur van de netto vermogenspositie van de VS (in mrd. dollars)

	1981	1991	Mutatie	
			(in \$)	(in %)
<b>Rentedragende schuld</b>	<b>+27</b>	<b>-612</b>	<b>-639</b>	<b>80</b>
• Kort: schatkistpapier banken	-136	-460	-324	41
	+128	-23	-151	19
	-8	-483	-457	60
• Lang: obligaties	+35	-129	-164	20
<b>Risicodragend vermogen</b>	<b>+204</b>	<b>+44</b>	<b>-160</b>	<b>20</b>
• Directe investeringen	+252	+168	-84	10
• Aandelen	-48	-124	-76	10
<b>Totaal</b>	<b>+231</b>	<b>-568</b>	<b>-799</b>	<b>100</b>

Bron: Cijfers gebaseerd op *Survey of current business*, US Department of Commerce, juni 1992.

siva nam de overheid eind 1991 het overgrote deel van de netto debiteurpositie van de VS voor zijn rekening, hoewel ze maar 12% van alle activa en 24% van alle passiva bezat. De officiële reserves daalden niet.

Om een beter beeld te krijgen van de schuldpositie van de VS, ter beoordeling van de verplichtingen die drukken op de lopende rekening en die ook van belang kunnen zijn voor de toekomstige ontwikkeling van de dollarkoers, is het gewenst de vermogensportefeuille uit te splitsen in risicodragend bezit en rentedragende schuld. Men kan er van uitgaan dat actieve belegging in de VS vanuit het winst- en groeimotief tot uitdrukking komt in een toestroom van risicodragend kapitaal dat zich richt op directe investeringen en aandelen. Bij aankoop van schuldbekentenissen met een vaste rente ligt het accent meer op passieve belegging.

In tabel 2 zijn voor 1981 en 1991 de netto posities weergegeven na saldering van de relevante vermogenscomponenten uit tabel 1. De achter-

uitgang in de totale netto positie in tabel 2 is iets groter dan in tabel 1 omdat enkele posten buiten beschouwing blijven<sup>5</sup>. Slechts twintig procent van de totale achteruitgang in de netto vermogenspositie in tabel 2 komt voor rekening van het risicodragend vermogen. Tachtig procent van de achteruitgang is het gevolg van de opbouw van een netto-schuldpositie die voor vier vijfde uit kortlopende schuld bestaat, vrijwel geheel ten laste van de overheid. Deze korte financiering van de lopende-rekeningtekorten heeft twee consequenties voor de betalingsbalans.

4. De relatief grote omvang van deze post in de jaren tachtig hangt samen met de snelheid van innovatie en integratie van de internationale financiële markten. De directe investeringen zijn tegen 'current cost' gewaardeerd. Veranderingen in de beurswaarde worden hierbij niet doorberekend.

5. Enkele posten zijn weggelaten omdat ze tot geen van beide categorieën kunnen worden gerekend, zoals de goudvoorraad van de VS.

In de eerste plaats wordt de lopende rekening belast met aanzienlijke rentebetalingen aan het buitenland. Uit de betalingsbalans van de VS blijkt dat niet direct. De kapitaalinkomstenbalans vertoonde in 1990 nog steeds een overschot van \$ 12 mrd. Maar een verdere uitsplitsing van deze deelbalans van de lopende rekening laat zien dat rentebetalingen van per saldo \$ 40 mrd. werden overtroffen door een netto opbrengst van de directe investeringen. De netto rentebetalingen bedroegen dat jaar reeds 7,7% van de exportopbrengst.

In de tweede plaats betekent deze financiering voor de kapitaalrekening dat de 'vluchtigheid' of omkeerbaarheid van de kapitaalstromen door de veranderingen in de wederzijdse beleggingsportefeuilles is toegenomen. Er is sprake van een aanzienlijk 'stuwmeer' waaruit omvangrijke kapitaalstromen bij renteveranderingen kunnen worden gegeneerd. Bij een aanhoudend tekort op de lopende rekening en een relatief lage rente in de VS kan dit leiden tot een blijvende neerwaartse druk op de dollar.

### Het beleid

In de jaren tachtig kwam ter verklaring van de externe positie van de VS een meer macro-economische benadering in de belangstelling. Hierbij staan de spaar- en investeringsrelaties centraal. Volgens deze analyse hebben de VS, door het traditioneel lage niveau van hun besparingen, tijdens de 'boom' van de jaren tachtig, een omvangrijke kapitaalstroom aangetrokken. Het tekort op de lopende rekening is in deze visie het gevolg van een kapitaal invoer die de dollar koers opdreef. Reagan stimuleerde met belastingverlagingen de bestedingen, waardoor zowel het begrotingstekort als het tekort op de lopende rekening steeg tot een ontoelaatbaar geachte omvang. Men sprak van het 'tweeling-tekort' dat optrad omdat de besparingen van de particuliere sector onvoldoende waren om de combinatie van extra investeringen en een stijgend begrotingstekort te financieren. Het gat werd gedicht met buitenlandse besparingen.

Eind 1990 raakte de economie in recessie, de particuliere investeringen en bestedingen vielen uit. Terwijl de lopende rekening daardoor

verbeterde steeg het begrotingstekort verder. Opeenvolgende pogingen om dit tekort te reduceren, eerst met de Gramm-Rudman-Hollings Act en daarna de Budget Enforcement Act faalden. President Clinton trof in de boedel van het Republikeinse beleid ook een recordtekort op de Federale begroting van \$ 332 mrd. of 5% bnp voor het lopende fiscale jaar.

De door Clinton gepresenteerde financiële plannen beogen dit tekort te reduceren tot 2 % bnp in 1997. De plannen omvatten een pakket maatregelen dat bestaat uit belastingverhogingen en ombuigingen in de uitgaven die over vier jaar \$ 500 mrd. aan bezuinigingen moeten opleveren. Op korte termijn moeten extra stimuleringsmaatregelen de conjunctuur verbeteren. Men verwacht daarbij echter vooral een stimulant van de dalende lange rente.

Wat zijn de gevolgen van dit beleid voor de verdere ontwikkeling van de vermogenspositie? Allereerst kan worden geconstateerd dat de grootste zwakte van de Amerikaanse economie ligt bij het te lage niveau van de besparingen. Binnen de OESO hebben de VS op Griekenland na de laagste spaarquote. Als het lukt binnen de overheidsuitgaven consumptieve bestedingen te vervangen door overheidsinvesteringen en daarmee de particuliere investeringen aan te zwengelen, valt te verwachten dat de VS, zoals in het verleden, buitenlandse besparingen blijven aanzuigen.

Het is bovendien zeer de vraag of de nagestreefde reductie van het begrotingstekort groot genoeg is en ook feitelijk wordt gerealiseerd. De belastingverhoging is een flinke stap in de goede richting. Er is echter een groot risico dat de extra opbrengsten toch weer tot grotere uitgaven leiden. Clinton heeft in zijn verkiezingsprogramma de nadruk gelegd op de betekenis van overheidsinvesteringen voor onderwijs, infrastructuur en dergelijke vanuit de overtuiging dat nationale besparingen en particuliere investeringen in de huidige wereld geen grenzen kennen. Ze moeten worden gelokt met de beste infrastructuur. Deze gedachten zetten de deur open voor een voortgaande tekortfinanciering met buitenlandse besparingen. Of het accent daarbij meer op de invoer van risicodragend particulier kapitaal en minder op een verdere toename van overheids-schuld komt te liggen, hangt ook af

van de mate waarin de bedrijvigheid zich herstelt in vergelijking tot de groei in Europa en Japan.

### Conclusie

Van eind 1981 tot eind 1991 daalde de internationale vermogenspositie van de VS met \$ 736 mrd. naar een netto debiteurpositie van \$ 362 mrd. Een en veertig procent van deze achteruitgang kwam voor rekening van de overheid, die eind 1991 vier vijfde van de netto schuldpositie voor haar rekening nam. Gezien de beperkte omvang van haar aandeel in de totale buitenlandse activa en passiva is deze bijdrage onevenredig groot. Eind 1991 kwam 88% van de Amerikaanse beleggingen in het buitenland en 76% van de buitenlandse beleggingen in de VS voor rekening van de particuliere sector. De rol van het particuliere risicodragende kapitaalverkeer bij de financiering van het enorme gecumuleerde tekort op de lopende rekening was echter relatief bescheiden, gezien de grote omvang van de korte kredietverlening aan de overheid.

Het lage niveau van de besparingen in de VS maakt het waarschijnlijk dat de vermogenspositie ook de komende jaren verder zal verslechteren. Deze ontwikkeling heeft in het verleden minder aandacht getrokken dan de omvang van het begrotingstekort en de overheidsschuld 'an sich'. Door de omvang die de negatieve netto vermogenspositie heeft aangenomen wordt ze echter een zelfstandige factor bij de generatie van kapitaalstromen, onder andere door de omvangrijke rentebetalingen. Dit onderstreept het belang van internationale beleidscoördinatie. De wederkerige afhankelijkheid van de beleidsvorming komt immers vooral tot uitdrukking in rentever verschillen die deze kapitaalstromen beïnvloeden. De ontwikkeling van de vermogenspositie is daarom een belangrijke factor bij de beoordeling van het beleid en ook van belang voor de beoordeling van de toekomstige wisselkoersontwikkeling.

### V.F.M. Wesseling

De auteur is als universitair docent internationale economische betrekkingen verbonden aan de Vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.