

De VS door het dode punt?

Met de verkiezing van Clinton en de onverwacht sterke groei in het derde kwartaal lijkt het vertrouwen in de Amerikaanse economie weer helemaal terug. Toch lijkt een locomotiefunctie van de VS voor de wereldeconomie op korte termijn nog te veel gevraagd.

In november wees de Amerikaanse burger de herverkiezing van Bush af, met name vanwege zijn teleurstellende prestaties op het gebied van de binnenlandse economie. Gedurende zijn presidentschap groeide de reële economie slechts met 1% per jaar. De aanstaande president Clinton had in zijn verkiezingscampagne aangekondigd de economie een budgettaire impuls te willen geven, zodat het economische herstel van de grond zou kunnen komen. Nog voordat er details over het stimuleringspakket bekend zijn gemaakt, geven de laatste economische cijfers een sterk positief beeld van de economie. Zo viel het groeicijfer voor het derde kwartaal van dit jaar positiever uit dan verwacht en werd deze groei onlangs nog eens verder opwaarts bijgesteld van 2,7 tot 3,9% op jaarbasis, de sterkste stijging sinds 1988. Ook de orderontvangsten, de index van de inkoopmanagers, de geldgroei, de particuliere consumptie en de stijging van het consumentenvertrouwen verschaffen inmiddels indicaties van een aan kracht winnend economisch herstel.

De vraag kan nu worden gesteld of een expansief begrotingsbeleid nog

noodzakelijk is en zal plaatsvinden. Op deze kwestie zal hieronder worden ingegaan. Tevens zal worden bezien of van de Verenigde Staten een locomotiefwerking kan uitgaan met betrekking tot Europa.

De post-recessie periode

Ondanks de meest recente cijfers wordt er nog altijd getwijfeld aan de werkelijke kracht van de Amerikaanse economie. Dit ondanks het feit dat het formele einde van de recessie al dateert van het eerste kwartaal in 1991 en het bruto binnenlands produkt in de afgelopen zes kwartalen onafgebroken toenam. Het groeitempo over deze periode was evenwel beperkt en stond in schril contrast met de mate van economisch herstel na de drie voorafgaande recessies die eindigden in 1970, 1975 en 1982. In onderstaande tabel is voor enkele indicatoren de cumulatieve stijging weergegeven over de achttien maanden vanaf het einde van de betreffende recessie.

Hieruit valt duidelijk te concluderen dat de economische activiteit, met uitzondering van de nieuw in aanbouw genomen woningen, sinds de meest recente recessie slechts gema-

tigd opveert. De stijging van het bbp en de industriële produktie bleef in 1991 en 1992 ver achter bij eerdere herstelperiodes. De cumulatieve stijging van de inkomens, de detailhandelsverkoop en de orders voor duurzame goederen bedraagt nog geen derde van wat gebruikelijk is na beëindiging van een recessie. De werkgelegenheid is zelfs nog op nagenoeg hetzelfde niveau gebleven als in maart 1991. In de laatste drie maanden tot en met novem-

ber nam het aantal banen gemiddeld met 50.000 toe, maar historisch gezien zou de maandelijkse stijging tussen de 250.000-300.000 moeten liggen. Veelal wordt het relatief milde karakter van de 'huidige' recessie als reden aangevoerd voor het eveneens relatief sobere economische herstel. Echter de terugval van het bbp in 1990-1991 was met -2,2% exact gelijk aan het gemiddelde van de drie vorige recessies.

Is er nu op basis van de laatstbekende economische gegevens sprake van een conjunctureel keerpunt en is dit het begin van een significante groeispurt? Enige voorzichtigheid is hier op zijn plaats. Dit zal aan de hand van de positie van gezinnen, bedrijfsleven en overheid worden toegelicht.

Gezinnen

Gezien het grote aandeel van de particuliere consumptie in het bbp (67%) staat met name de positie van de consument centraal. De verkiezing van Clinton heeft het consumentenvertrouwen weliswaar omhooggestuwd, maar de basis voor het toenomen vertrouwen blijft smal. Zowel in het begin van 1991 als in 1992 nam het vertrouwen van de consument toe, maar evenzeer nam dit in een later stadium weer met grote snelheid af. De consumentenbestedingen volgden dit erratische verloop. In tabel 1 is al aangegeven dat de particuliere bestedingen per saldo achterbleven door de matige inkomensgroei en werkgelegenheidscreatie. Toch leverde de particuliere consumptie in het derde kwartaal een aanzienlijke positieve bijdrage aan de economische groei. De consumptie neemt echter al vanaf begin 1991 sneller toe dan het inkomen. Een en ander is gepaard gegaan met een scherpe daling van de toch al lage spaarquote. Het is gezien de inkomensontwikkeling, de lage spaarquote en de schuldpositie van gezinnen onwaarschijnlijk dat de positieve trend zonder meer kan worden voortgezet.

De laatstgenoemde component is van cruciaal belang voor de economische vooruitzichten. De 'consumptieboom', die in de eerste helft van de jaren tachtig plaatsvond, werd voornamelijk gefinancierd door consumptief krediet. Hierdoor steeg het consumentenkrediet als percentage van het beschikbaar inkomen in een snel tempo (zie figuur 1). Zeker toen in de periode 1987-1989 een krap monetair beleid werd gevoerd en de

Tabel 1. Cumulatieve stijging van enkele macro-economische variabelen gedurende anderhalf jaar na het einde van een recessie (%)

	1991	1970,1975,1982 (gemiddelde)
	(volume)	
Bbp-groei	2,9	7,9
Industriële produktie	3,8	13,1
Orders	7,5	23,5
Gezinsinkomen	1,9	6,0
Geldgroei (M2)	-1,7	11,9
	(nominaal)	
Werkgelegenheid	0,1	4,5
Detailhandelsverkoop	2,8	12,7
In aanbouw genomen woningen	38,5	45,9

rente scherp steeg, zorgde de hoge schuldopbouw via een toename van de schuldendienst voor een zware belasting voor de gezinnen. Vanaf eind 1990 hebben gezinnen per saldo hun kredieten afgebouwd, hetgeen de bestedingen negatief heeft beïnvloed.

Bedrijven

Ook het bedrijfsleven zadelde zich in de jaren tachtig op met een zware schuldenlast. Deze druk kan onder andere worden aangegeven door het stijgende aandeel van de rentelasten in de bruto bedrijfsresultaten (meer dan 35% in 1991). Toch is de financiële positie van het bedrijfsleven in de afgelopen jaren aanzienlijk verbeterd. Allereerst heeft de monetaire versoepeling een gunstig effect gesorteerd. Tevens bood een goed beursklimaat de mogelijkheid om met behulp van nieuwe aandelenemissies de solvabiliteits- en liquiditeitspositie te verbeteren. Daarnaast heeft het streven naar produktiviteitsgroei en de forse uitstoot van arbeid geleid tot een zeer trage groei van de arbeidskosten. Ten slotte kon het financieringssaldo bij bedrijven verbeteren door het terugschroeven van de investeringsuitgaven. De investeringsquote in de VS is gedaald van 19,4% in 1984 tot 13,1 in 1992, wat in vergelijking met andere industrielanden een laag niveau is.

De schuldpositie van gezinnen en bedrijven was onder andere aanleiding voor de Federal Reserve om vanaf eind 1990 het monetaire beleid agressief te versoepelen. De federal fundsrate ligt momenteel op het laagste niveau sinds dertig jaar. Overigens had de voorzitter van de Fed, Alan Greenspan, al in een vroeg stadium gewaarschuwd voor de minder effectieve werking van het monetair beleid. Het beleid zou niet direct leiden tot het aanmoedigen van de economische groei, maar zou in eerste instantie slechts het doel hebben de schuldenlast te verlichten. Door de inmiddels voortgeschreden sanering van de financiële posities van bedrijven en consumenten, begint Clinton zijn presidentsperiode vanuit een betere uitgangssituatie dan de situatie waarmee Bush werd geconfronteerd.

Toch volgt uit het bovenstaande dat het karakter van de economische groei nog als zeer onevenwichtig moet worden beoordeeld. Door de schuldervaringen in de jaren tachtig zal de particuliere sector minder snel

bereid zijn om de kredietvraag op te voeren. Hoewel een belangrijk deel van de schuldsanering al heeft plaatsgevonden, bevindt de schuldenlast van de particuliere sector zich namelijk nog steeds op een hoog niveau. Zo vormt de schuldquote van gezinnen (circa 70% van het bbp; 1983: 52%) een belangrijk obstakel voor het bereiken van een hoger economisch groeipad.

Overheid

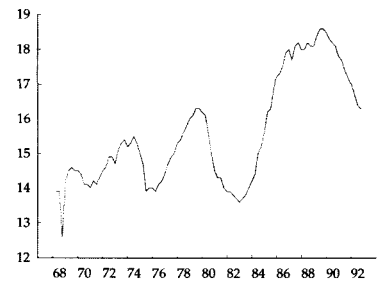
De invulling van het aangekondigde 'expansieve' begrotingsbeleid door Clinton is onbekend, maar voorstellen voor nieuwe infrastructurele projecten en een fiscale vergoeding voor bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting al zorgen voor extra overheidsuitgaven van circa \$ 35 mrd. (0,6% van het bbp). Al te veel extra ruimte heeft Clinton overigens niet, omdat hij gebonden is aan de 1990 Budget Enforcement Act, die een strikte beheersing oplegt aan de overheidsuitgaven. Hierdoor zal een deel van de budgettaire stimulans door verschuiving tussen begrotingsposten moeten plaatsvinden. Bovendien legt het hoge overheidstekort (5% van het bbp in fiscaal jaar 1992) uiteraard een beperking op aan budgettaire stimulans¹. Overigens laten de overheidsuitgaven als percentage van het bbp (1992: 24,4%) in de laatste dertig jaar al een duidelijk opwaartse trend zien. Opmerkelijk is dat juist onder president Bush een nieuwe acceleratie plaatsvond.

In de zojuist verschenen landenstudie van de OESO over de VS wordt gewezen op het belang van de overheidsfinanciën². Het tekort neemt namelijk een groot deel in beslag van de netto besparingen, waardoor de reële rente kan worden opgedreven en de bedrijfsinvesteringen worden weggedrongen. De OESO keurt dan ook een budgettaire impuls scherp af. Daarentegen zou juist een versterkte beleidsprioriteit moeten liggen bij een forse reductie van het overheidstekort. Anders zal het begrotingstekort het groeipotentieel van de Amerikaanse economie drastisch begrenzen.

VS locomotief voor Europa?

Ondanks het positieve psychologische effect van de verkiezing van een nieuwe president blijven structurele factoren, zoals de schuldpositie van de particuliere en overheidssector, een beperking vormen voor een spectaculair economisch herstel.

Figuur 1. Consumentenkrediet als percentage van het beschikbare inkomen



In het verleden was er sprake van een duidelijke samenhang tussen de schuldgroei en de economische groei. Echter, de ontwikkeling van de schuldgroei volgt met vertraging die van de conjunctuur. Vooral snog is de toename van de produktie en de werkgelegenheid te gering voor een significante kredietimpuls. Het ligt dan ook in de lijn der verwachting dat de aanstaande president de economie toch de voorgenomen financiële injectie zal geven (zij het wellicht in iets mindere mate). Allereerst om zijn verkiezingsbelofte na te komen en ten tweede om de economie een grotere dynamiek te verschaffen.

Wel zal Bill Clinton zich vermoedelijk zeer pragmatisch opstellen, aangezien hij ongetwijfeld de macht van de financiële markten erkent. Een te drastische overheidsimpuls kan snel worden afgestraft door een scherpe stijging van de kapitaalmarktrente. De per saldo toch gelimiteerde budgettaire ruimte voor Bill Clinton en de noodzaak om daadwerkelijk iets aan het hoge overheidstekort te doen, wijzen in eerste instantie op een voorlopig niet uitbundig groeitempo van de Amerikaanse economie. Zo zal naar verwachting de groei in 1993 niet of nauwelijks afwijken van het gemiddelde over de laatste twintig jaar. En daarmee lijkt in de hoop dat de groeivertraging in Europa kan worden gecompenseerd door een sterke locomotiefrol van de VS, de wens toch weer de vader van de gedachte te zijn.

H. Rozendaal

De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau Buitenland van de ABN AMRO Bank.

1. Zie ook F.J. Burink, Het onverbetere Amerikaanse begrotingstekort, *ESB*, 8 april 1992.

2. OESO, *United States*, OECD Economic Surveys, Parijs, november 1992.