

# Het onverbeterlijke Amerikaanse begrotingstekort

*Keer op keer lijdt de doelstelling van evenwicht op de Amerikaanse begroting schipbreuk. Dit heeft negatieve gevolgen voor de rente en de economische groei. Een perspectief voor de volgende president.*

Tegelijk met de State of the Union maakte het Office of Management and Budget, het begrotingsbureau van het Witte Huis, op 29 januari jl. nieuwe projecties bekend voor de Amerikaanse begrotingstekorten in de komende jaren. Voor het lopende begrotingsjaar (tot en met september 1992) wordt een recordtekort van \$ 399,4 mrd. voorspeld. Tegelijkertijd gaf begrotingsdirecteur Darman aan dat de doelstelling van een evenwichtige begroting in 1995 niet zal worden gehaald en dat de tekorten in de komende jaren wellicht niet onder de \$ 200 mrd. zullen dalen. Daarmee is het tekort weer een 'hot issue' geworden in de economische discussie, die ook grote gevolgen kan hebben voor de rente-ontwikkelingen en de economische groei in de VS. In het navolgende zal eerst worden ingegaan op de ontwikkeling van en de vooruitzichten voor de tekorten. Daarna komen de mogelijke gevolgen voor het rentebeeld en de groei op lange termijn aan de orde.

## Stijgende tekorten

Vanaf het aantreden van president Reagan in 1981 begonnen de federale begrotingstekorten op te lopen: van 2,6% van het bbp tot 6,2% (\$ 207 mrd.) in 1983.

De zorg hierover leidde in 1985 tot de aanvaarding van een Budget Act op initiatief van de senatoren Gramm, Rudman en Hollings (GRH). Deze wet beoogde een evenwichtige begroting in 1991. Als het Congres en de president het niet eens konden worden over een jaarlijkse begroting zou automatisch in de uitgaven worden gesnoeid. Op last van de Supreme Court moest deze wet echter geamendeerd worden. Het Amerikaanse congres paste daarom in 1987 de procedures aan en stelde de doelstelling voor een nul-tekort uit tot 1993. In figuur 1 worden de tekortdoelstellingen die in 1985 en 1987 werden geformuleerd, aangegeven met de lijnen GRH 85, respectievelijk GRH 87.

Toen duidelijk werd dat ook dit nieuwe doel niet zou worden gehaald, werd nieuwe wetgeving voorgesteld. Uiteindelijk resulteerde dit in de nieuwe Budget Act van november 1990, die een evenwichtige begroting in 1995 beoogde.

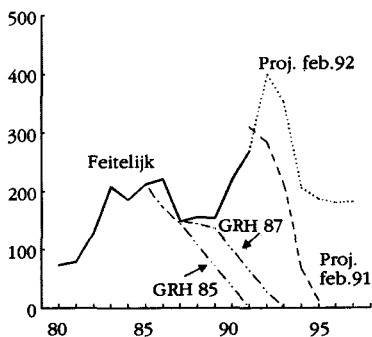
Bij de pogingen om de begroting te beheersen onderscheidt men 'discretionary' en 'mandatory' (verplichte) uitgaven. Volgens de nieuwe wet mogen 'mandatory' uitgaven alleen worden uitgebreid als er beperkingen in andere 'mandatory programs' of be-

lastingverhogingen tegenover staan. Een voorbeeld van een uitgavenpost met een verplicht karakter is Medicare. Hierbij zijn de uitgaven afhankelijk van het aantal aanvragen in plaats van een vastomlijnde budgettoewijzing. Voor de andere z.g. 'discretionary' uitgaven zoals defensie zijn er afzonderlijke plafonds vastgesteld voor 1992 en 1993 en een gezamenlijk plafond voor 1994 en 1995. Naast deze 'caps' zijn er tekortdoelstellingen per begrotingsjaar, waarop echter aanpassingen mogelijk zijn als de economische en technische veronderstellingen worden gewijzigd. In figuur 1 zijn ook de tekortprojecties uit de begrotingsvoorstellen van februari 1991 weergegeven. Een jaar later is al duidelijk geworden dat ook de nieuwe tekortreducties niet zullen worden gehaald, zie de stippellijn 'projectie februari 1992' in figuur 1. Niettemin dalen de tekorten volgens de regering nog wel ten opzichte van het huidige niveau. Hoe realistisch is dit na alle mislukte vorige begrotingsoperaties?

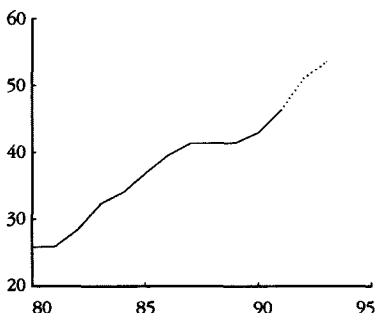
## Vooruitzicht

Tabel 1 maakt duidelijk bij welke begrotingscategorieën de problemen zitten. De Budget Act heeft ervoor gezorgd dat de uitgaven onder het hoofdje 'discretionary spending' in de hand kunnen worden gehouden. Het einde van de koude oorlog heeft bovendien een vredesdividend mogelijk gemaakt. Hiertegenover staat echter een groeiende druk om de overheidsinvesteringen in infrastructuur en onderwijs op te voeren. Op de autonome groei van de andere uitgavencategorieën – 'mandatory spending' en rentebetalingen – zet de Budget Act echter geen rem. De uitgaven voor sociale voorzieningen – in tabel 1 aangeduid met MMS –, stijgen al sinds 1967, het eerste jaar waarin de Medicaid- en de Medicare-programma's volledig in werking traden, sneller dan de consumentenprijnsindex. Exclusief betalingen voor rente en de depositoverzekering zal het aandeel van MMS in de totale uitgaven stijgen tot 49% in 1997. Het is duidelijk dat hier maatregelen nodig zijn. Maar net als in veel andere landen is gezondheidszorg in de VS een politiek zeer gevoelig onderwerp en het is niet waarschijnlijk dat er spoedig overeenstemming wordt bereikt

**Figuur 1. Begrotingstekorten (in \$ mrd.)**



**Figuur 2. Federale schuld (in procenten van het bbp)**



1. Het betreft hier de federale overheid. Opname van de begrotingssaldi van de staten en lokale overheden verandert het hier geschetste beeld niet wezenlijk.

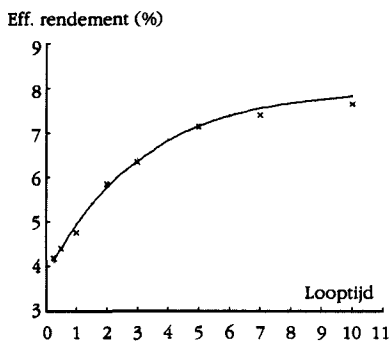
over een nieuw systeem dat de kostengroei in de hand houdt. Er is weinig reden om optimistisch te zijn over een substantiële daling van de uitgavengroei.

Een andere snelgroeiende uitgavenpost wordt gevormd door de rentebetalingen op de overheidsschuld. Deze zijn al gestegen van 8,9% van de federale uitgaven in 1980 tot 14,7% in 1991 (3,4% van het bbp). De veronderstellingen van de regering voor de renteontwikkeling zijn gematigd optimistisch: zo zou bij een gemiddelde inflatie in de komende zes jaar van circa 3,2% per jaar (4,0% in de afgelopen zes jaar) de gemiddelde rente op driemaands Treasury bills 5,0% (6,6%) bedragen. Een tegenvaller van een half punt in de rentetarieven betekent bij een federale schuld van \$ 2.776 mrd. al gauw zo'n \$ 14 mrd. extra renteservicekosten per jaar.

Volgens de regeringsprojecties zal het federale tekort van 6,7% van het bbp dit jaar, na 1993 scherp dalen tot 2,3% in 1997. Het primaire begrotingssaldo, d.i. het begrotingssaldo exclusief rentebetalingen, zou dan vanaf 1994 overschotten vertonen. Dit betekent dat in elk geval dit en volgend jaar de staatsschuld als percentage van het bbp fors blijft stijgen, zie figuur 2.

De geprojecteerde sterke groei van de federale inkomsten is vooral te danken aan de stijgende sociale-premie-inkomsten: het overschot van de 'social security' (dus exclusief Medicare en Medicaid) stijgt van \$ 74 mrd. in 1991 tot \$ 123 mrd. in 1995. Maar deze premies zouden voor een groot deel gereserveerd moeten worden voor toekomstige pensioenverplichtingen: na 2000 begint de huidige 'baby-boom'-generatie met pensioen te gaan en daalt het aandeel van de beroepsbevolking in het totale aantal Amerikanen snel.

**Figuur 3. Rente-termijnstructuur (yieldcurve)**



**Tabel 1. Federale begroting 1990-97 (in miljarden US\$)**

	1991	1992	1993	1997	Groei 1990-97 (%)
Federale inkomsten	1.054	1.076	1.165	1.502	45,6
Federale uitgaven	1.323	1.475	1.517	1.684	34,5
waarvan					
<i>Discretionary spending</i>					
defensie	277	308	292	290	-3,3
overig	215	236	245	258	27,7
<i>Mandatory spending</i>					
MMS <sup>a</sup>	421	473	511	713	86,2
depositoverzekering <sup>b</sup>	66	80	76	-32	-155,2
overig	149	179	178	192	53,6
Rentebetalingen	195	199	214	263	42,9
Begrotingssaldo	-269	-399	-352	-182	
in % van bbp	-4,7	-6,7	-5,6	-2,3	

a. Medicare, Medicaid en Social Security.

b. Betreft onder meer de sanering van de spaarbankencrisis. Vanaf 1994 overtreffen de inkomsten uit de verkoop van activa van de spaarbanken de kosten.

Bron: Begrotingsvoorstellen van de regering, 29 januari 1992; Citibank, *Economic Week*, 24 februari 1992.

### Gevolgen voor de rente

Alleen als inderdaad het primaire begrotingssaldo een overschot gaat vertonen en de reële economische groei hoger ligt dan de reële rente, kan de verhouding tussen federale schuld en bbp verbeteren. Er zal nog heel wat moeten gebeuren voordat dit plaatsvindt.

Al dit jaar dreigt de combinatie van oplopende begrotingstekorten, zeer soepel monetair beleid en aantrekkende economische groei de kapitaalmarktrente op te stuwten. Tenzij de Verenigde Staten in 1993 opnieuw in een recessie wegglijden, zal de lange rente op een relatief hoog niveau, boven het huidige, terecht komen, met negatieve effecten op de groei op lange termijn. Dat de rente vanaf oktober 1990 tot voor kort nog kon dalen, was mogelijk door de sterk dalende inflatie als gevolg van de recessie, maar was zeker ook het gevolg van de geringe kapitaalvraag van de particuliere sector. Tabel 2 laat een en ander zien. Zelfs als de gezinshuishoudens zich zo terughoudend in hun kredietvraag blijven opstellen als ze in het recente verleden hebben gedaan, dan nog zal een herstel van de kapitaalvraag van de kant van het bedrijfsleven grote gevolgen hebben. Bij een vraag van \$ 200 mrd. op jaarbasis door niet-financiële bedrijven – het niveau van voor 1990 – en een financieringsbehoefte van de over-

heid van \$ 400 mrd., neemt de totale kapitaalvraag toe tot circa \$ 790 mrd. Dit is nog meer dan in het recordjaar 1988, toen de tienjaars kapitaalmarktrente gemiddeld op 8,9% stond (in 1991 7,9%).

Tegenover een aantrekkende vraag staat in een oplopende conjunctuur een veel trager groeiend aanbod van besparingen door gezinnen en bedrijven. Bovendien zal het buitenlandse aanbod niet voor opluchting kunnen zorgen: zo zullen de Japanse investeerders uit binnenlandse overwegingen voorlopig kapitaal weg blijven trekken uit de VS.

De kapitaalmarktrente wordt ook hoog gehouden door de inflatievrees van de financiële markten. Weliswaar is de feitelijke inflatie bijzonder laag (2,8% jaar-op-jaar in februari jl.), maar de inflatieverwachtingen zijn minder gunstig. Dit is ook te zien in het bijzonder steile verloop van de Amerikaanse yieldcurve (zie figuur 3), waarbij dit jaar vooral de rendementen in het traject van twee tot vijf jaar snel zijn gestegen. De verklaring moet worden gezocht in de combinatie van fiscaal en vooral zeer soepel monetair beleid. De Federal Reserve verlaagde het disconto in december 1991 met een vol punt tot 3,5%, het laagste niveau sinds 1964. Hoewel de economie al weer tekenen van herstel vertoont, lijken Alan Greenspan e.a. niet erg geneigd vóór de verkiezingen van 3

**Tabel 2. Kapitaalvraag door niet-financiële sectoren op de Amerikaanse krediet- en aandelenmarkten**

	1988	1989	1990	1991
Totaal binnenlands groei in %	767,2 6,1	714,7 -6,8	644,5 -9,8	465,9 -27,7
Federale overheid groei in %	155,1 7,8	146,4 -5,6	246,9 68,6	278,2 12,7
aandeel in totaal bin. (%)	20,2	20,5	38,3	59,7
Particuliere sector waarvan:	612,1	568,4	397,6	187,7
huishoudens	315,8	287,3	257,8	160,2
niet-fin. ondernemingen	247,4	217,9	97,3	3,2
staten en lokale overheden	48,9	63,2	42,6	24,4
Totaal buitenlands	6,4	10,6	23,5	15,6

Bron: Federal Reserve, *Flow of funds statistics*.

november een substantiële verstraking door te voeren, met mogelijke negatieve gevolgen voor de inflatie op termijn<sup>2</sup>. Ook het begrotingsbeleid geeft enige reden voor inflatievrees. In een economie die toch al aantrekt zoekt de regering-Bush naar mogelijkheden voor een extra bestedingsimpuls op korte termijn. Het door democraten beheerste congres wil hier graag nog een schepje bovenop doen.

Het internationale rentebeeld is een andere factor die meewerkt om de kapitaalmarktrentes in de VS omhoog te drukken. In *ESB* werd onlangs aannemelijk gemaakt dat een verlaging van het (gehele) rentegedrag in Duitsland voorlopig niet waarschijnlijk is en dat de risico's zelfs aan de bovenkant liggen<sup>3</sup>.

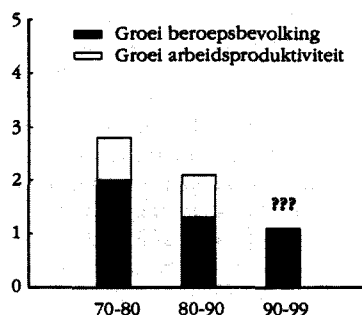
### Economische groei

Het is een misverstand te denken dat de groeiende tekorten in de afgelopen jaren een sterke bestedingsimpuls aan de economie hebben gegeven. Zo verkoopt de overheid obligaties om het depositoverzekeringsfonds van de spaarbanken van een faillissement te redden en draagt de opbrengsten over aan het fonds. Niets wordt gekocht of verkocht met deze opbrengsten en niemand ontvangt een inkomen. Berekeningen voor het z.g. 'full employment budget', inclusief correcties voor de spaarbankencrisis, laten zien dat de begroting in 1991 restrictief uitwerkt<sup>4</sup>. De impuls in 1992 is gering. Ook de groeimogelijkheden op langere termijn worden door de hoge tekorten beïnvloed via een hogere rente. Dit zou dan de trendmatige daling van de economische groei in

de VS versterken. Op langere termijn worden de groeimogelijkheden in de VS – de potentiële groei – voornamelijk bepaald door twee factoren, namelijk de groei van de beroepsbevolking (uit te splitsen in: groei van de totale bevolking, participatiegraad en werkloosheidspercentage) en de stijging van de arbeidsproductiviteit. Demografische oorzaken zorgen ervoor dat de groei van de beroepsbevolking tot na 2000 beneden de 1% ligt, te vergelijken met respectievelijk 1,1% en 2,0% in de jaren tachtig en zeventig. De grote onbekende is de toekomstige ontwikkeling van de groei van de arbeidsproductiviteit. Het verleden stemt wat dit betreft niet optimistisch: de groei van de productiviteit van de economie als geheel daalt voortdurend<sup>5</sup>, zie figuur 4.

Afhankelijk van de visie op de toekomstige arbeidsproductiviteitsgroei lopen de schattingen voor de potentiële groei in de jaren negentig uiteen van 1,8 tot 2,5% per jaar.

**Figuur 4. Groeiopotentieel van het bbp**



Of de feitelijke economische groei dichter bij het lage of het hoge cijfer zal liggen hangt mede af van de renteniveaus. Het risico is dan ook groot dat de door de begrotingstekorten hooggehouden rente de door Fed en Witte Huis geforceerde opleving snel na 1993 aan zijn einde zal doen komen of althans aanzienlijk zal vertragen.

### Na 3 november

In de verkiezingsstrijd zijn de budgettekorten tot nu toe een 'non-issue'. Hoewel op de financiële markten de yield-curve de begrotingsperikelen reflecteert en daarmee al een 'hot issue' maakt, zullen de kandidaten tot aan de verkiezingsdag niets op dit gebied ondernemen. 1992 is dus nu al een verloren jaar te noemen.

De nieuwe president zal snel actie moeten ondernemen om de tekorten terug te brengen. George Bush moest voortdurend tegen een democratisch Congres opboksen. Met het oog op de begroting zou een democratische president wellicht meer kunnen bereiken. Hier staat tegenover dat de democraten nog vele maatschappelijke behoeften willen vervullen en daarmee niet te lang willen wachten.

De eindconclusie is dan ook niet erg optimistisch: de 'overspending' van de Amerikaanse overheid zal een groot probleem blijven, met duidelijke risico's op rentegebied. De toch al niet florissante vooruitzichten voor de economische groei op lange termijn dreigen daardoor verder te verslechteren.

### Franke Burink

De auteur is werkzaam bij het economisch bureau van de ABN AMRO Bank.

2. Zie bij voorbeeld Erich Heinemann: "Money growth has passed the flash point for inflation. Price changes are subdued at present, but this reflects tight money from 1987 through 1990", Fed's easing sure to fuel inflation, *American Banker*, 5 maart 1992.

3. J.L.M. de Jong, Het dilemma van de Bundesbank, *ESB*, 11 maart 1992, blz. 262.

4. Zie bij voorbeeld A. Sinai, *Fiscal policy and the economy*, Economic Studies Series, The Boston Company, nr. 42, 24 december 1991.

5. Dit geldt niet voor de industriële sector waar de afgelopen jaren juist een opvallende winst kon worden geboekt.