



Tekort lopende rekening VS onhoudbaar

Auteur(s):

Kooi, W.J.

Werkzaam bij het ministerie van Financiën, directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen. De auteur dankt Robert Haffner, Wouter Raab en Arjen van Gijssel voor hun commentaar.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4333, pagina 872, 9 november 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

monetair, beleid

Evenals in de periode van 'twin deficits' in de jaren tachtig, is een correctie van het huidige tekort in de VS op termijn noodzakelijk.

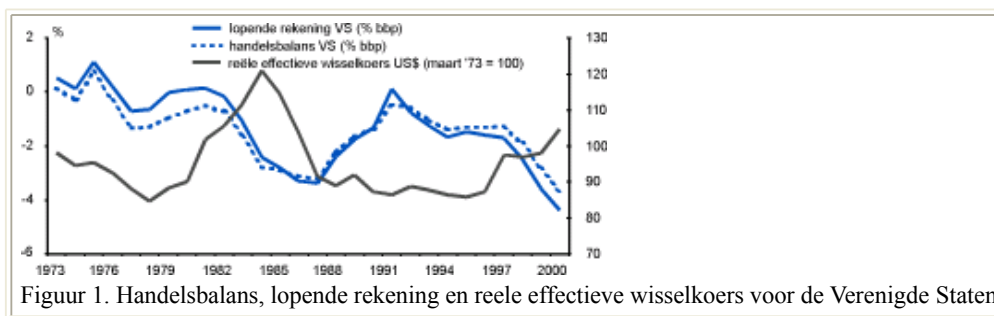
Sinds 1992 kent de lopende rekening van de Verenigde Staten een aanhoudend tekort, thans ruim vier procent van het bbp. In 2000 absorbeerde de VS met dit tekort ruim zestig procent van alle lopende rekeningoverschotten in de wereld¹. Het gevolg is dat de VS ook het overgrote deel van de internationale kapitaalstromen absorbeert en dat de Amerikaanse economie in hoog tempo schulden opbouwt ten opzichte van de rest van de wereld.

Veranderingen zullen op termijn onvermijdelijk zijn. Belangrijk voor de wereldeconomie is dat deze aanpassingen niet met grote schokken gepaard gaan. Gezien de omvang van het lopende rekeningtekort, de opgebouwde buitenlandse belangen in de VS en het belang van de Amerikaanse economie in de wereld zou een snelle schoksgewijze aanpassing immers ook grote (negatieve) consequenties kunnen hebben voor de wereldeconomie. Gevaar is een neerwaartse spiraal van een lagere dollarkoers, lagere binnenlandse vraag, lagere beurskoersen en een verder dalende dollarkoers. Niet alleen zouden bedrijven dan minder kunnen uitvoeren naar Amerika, ook zouden bedrijven met een grote positie op Amerika hun balans snel zien verslechteren. Ook het imf heeft onlangs gewezen op de onhoudbaarheid van het lopende rekeningtekort op de middellange termijn en de potentiële risico's daarvan voor de wereld-economie.

In dit artikel vergelijken we de huidige ontwikkeling van de lopende rekening met die in de jaren tachtig, de periode van de zogenaamde 'twin deficits'. Vervolgens wordt het binnenlandse financieringsaspect besproken. Daarna wordt gekeken naar de belangrijkste buitenlandse financiers van het Amerikaanse lopende rekeningtekort. Tot slot vragen we ons kort af wat de implicaties zouden kunnen zijn van een blijvend tekort.

Vergelijking met de periode van 'twin deficits'

figuur 1 laat zien dat in het afgelopen decennium, net als in de jaren tachtig, een gelijktijdige appreciatie van de dollar en een olopend tekort op de lopende rekening (tot 3,4 procent van het bbp) bestonden. In de jaren tachtig vond dit plaats aan het begin van de regering Reagan, toen sprake was van 'twin deficits': zowel een tekort op de lopende rekening als een overheidstekort. Bovendien werd door de Fed, onder leiding van Paul Volcker, in die tijd de Fed Funds Rate hoog gehouden om de inflatie te onderdrukken. Deze beleidscombinatie resulteerde in een forse appreciatie van de wisselkoers. De correctie van het lopende rekeningtekort, via een reële effectieve depreciatie van de dollar, volgde pas na een aantal jaren, toen het tekort ruim drie procent van het bbp bedroeg. Het huidige lopende rekeningtekort is begonnen in 1992 en loopt sinds 1997 fors op tot ruim vier procent van het bbp. Een verschil met de jaren tachtig is dat de dollar momenteel in reële effectieve termen vijftien procent minder geapprecieerd is dan tijdens de correctie in de jaren tachtig.



Figuur 1. Handelsbalans, lopende rekening en reële effectieve wisselkoers voor de Verenigde Staten

Binnenlandse financiering

Het tekort op de lopende rekening is het verschil tussen binnenlandse besparingen en investeringen. tabel 1 geeft een nadere opsplitsing van het lopende rekeningtekort. Door statistische vertekening hoeft het verschil tussen binnenlandse besparingen en investeringen niet exact overeen te komen met het saldo op de lopende rekening. In de tabel valt een aantal zaken op.

Tabel 1**Tabel 1. Besparingen en investeringen in de VS, als percentage van het bbp**

	jaren '70	jaren '80	jaren '90	1998	1999	2000	2001	H11
bruto binnenlandse besparingen	19,7	18,5	17,1	18,8	18,7	18,3	17,2	
overheidsbesparingen	1,3	-0,8	0,3	3,2	3,9	5,2	4,3	
particuliere besparingen	18,4	19,2	16,9	15,7	14,7	13,1	12,9	
huishoudelijke besparingen	10,0	10,1	7,5	6,0	4,6	3,1	4,0	
bedrijfsbesparingen	8,4	9,1	9,3	9,6	9,8	10,1	8,9	
bruto binnenlandse investeringen	20,4	20,5	18,9	20,8	21,1	21,7	20,0	
overheidsinvesteringen	3,7	3,6	3,4	3,2	3,2	3,3	3,3	
particuliere investeringen	16,7	16,9	15,5	17,6	17,5	18,3	16,7	
saldo lopende rekening	0,0	-1,7	-1,6	-2,5	-3,6	-4,5	-4,3	

1. Geannualiseerd halfjaarcijfer.

Bron: eigen berekeningen op basis van gegevens van Federal Reserve en IMF.

Allereerst blijken de bruto binnenlandse besparingen de afgelopen drie decennia tussen de zeventien en twintig procent van het bbp te schommelen. De laatste jaren liggen de besparingen zelfs iets boven het gemiddelde van de jaren negentig. Dat het totaal aan binnenlandse besparingen vrij constant gebleven is, komt doordat overheidsoverschotten dalende particuliere besparingen compenseerden.

Interessant is de tegenstelling met de periode van 'twin deficits' in de jaren tachtig. In de jaren negentig is er juist sprake van dalende particuliere besparingen die samengaan met het lopende rekeningtekort. Zo lagen in september 2000 de particuliere besparingen als percentage van het besteedbaar inkomen met 0,4 procent op het laagste punt ooit bereikt. Er zou daarmee gesproken kunnen worden van een 'next generation of twin deficits'.

Binnenlandse investeringen

De binnenlandse investeringen schommelden in de afgelopen drie decennia tussen de 18 en 22 procent van het bbp. De laatste jaren zijn vooral de particuliere investeringen gestegen. In de afgelopen anderhalf jaar lagen deze ongeveer twee procent hoger dan het gemiddelde van de jaren negentig. Omdat de Amerikaanse particuliere investeringen de afgelopen jaren in steeds mindere mate gefinancierd konden worden door binnenlandse particuliere besparingen, moest buitenlands kapitaal aangetrokken worden en ontstond een tekort op de lopende rekening. Wanneer in de toekomst de binnenlandse investeringen echter dalen, bijvoorbeeld door lagere productiviteitsgroei of lagere rendementsverwachtingen zal ook het tekort op de lopende rekening mogelijk weer teruglopen.

Binnenlandse besparingen

Belangrijk is ook wat de effecten zullen zijn van de gereduceerde overheidsbesparingen als gevolg van de belastingverlagingen en de stijgende uitgaven (aan bijvoorbeeld het raketschild en de gevolgen van de aanslagen in de VS). De totale binnenlandse besparingen (de som van particuliere en overheidsbesparingen) zullen minder dalen naarmate huishoudens de belastingverlagingen meer gebruiken om hun besparingen op te voeren. Het Congressional Budget Office heeft het verwachte begrotingsoverschot in fiscaal 2002 (oktober 2001 tot en met september 2002) verlaagd van \$ 313 miljard vóór het aantreden van president Bush (januari 2001) naar een officieuze schatting van tussen de \$ 36 miljard en \$ 56 miljard afgelopen september.

Tot nu toe lijkt het erop dat huishoudens de belastingterug-gaven gaan sparen. Zo zijn de afgelopen maanden de particuliere besparingen als percentage van het besteedbaar inkomen gestegen naar het hoogste niveau in veertig maanden (in september 4,7 procent). Ook recente dalingen in het consumentenvertrouwen wijzen op afnemende particuliere consumptie en toenemende particuliere besparingen. De gestegen particuliere besparingen compenseren (deels) de gedaalde overheidsbesparingen.

Overigens is de solvabiliteit van de Amerikaanse huishoudens nog steeds relatief goed (ondermeer door de gestegen waarde van het onroerend goed), zodat een daling van het lopende rekeningtekort dan ook geen grote gevolgen hoeft te hebben voor de Amerikaanse huishoudens.

Buitenlandse financiering

Zoals aangegeven zijn niet alleen de dalende besparingen maar (vooral) ook de gestegen investeringen oorzaak van het toegenomen lopende rekeningtekort. Vaak wordt daarbij gewezen op de aantrekkelijkheid van investeringen in de Verenigde Staten.

Van de \$ 2322 miljard netto investeringen (effectenverkeer en buitenlandse directe investeringen) in de VS gedurende de afgelopen vijf jaar kwam \$ 1932 miljard, ruim tachtig procent, uit Europa. Daarmee vormde Europa de belangrijkste investeerder in de VS over de afgelopen vijf jaar. Binnen Europa is het vk de grootste investeerder in Amerika, mede als gevolg van de vooraanstaande positie van Londen als financieel centrum.

Het hoge niveau van de Amerikaanse investeringen blijkt dus voor een groot deel gefinancierd te worden door Europeanen. Zeker in 2000 leverden deze investeringen een aantrekkelijk rendementsvoordeel boven Europese investeringen door de appreciatie van de dollar (in 2000 bijvoorbeeld 18¾ procent ten opzichte van de euro). Maar sinds 1996 stijgt de dollar al reëel in waarde ten opzichte van de belangrijkste handelspartners (zie [figuur 1](#)). Dit grote gewicht van Amerika in de investeringsportefeuille brengt echter ook risico's met zich mee, wanneer de dollar in waarde zakt ten opzichte van euro en pond. Het rendement van investeringen in de VS zal dan dalen, zodat financiers minder bereid zullen zijn hun geld naar de VS te brengen. De opwaartse spiraal van hoge investeringen-hoge rendementen

door appreciatie van de dollar kan dan omgekeerd gaan werken: door lagere investeringen een dalende dollarkoers, dalende rendementen en daarmee verder dalende investeringen. Het is daarom belangrijk dat de onevenwichtigheid op de lopende rekening niet al te groot wordt en dat een correctie soepel verloopt.

Consequenties van een blijvend tekort

Onderstaand wordt ingegaan op de consequenties van een blijvend tekort op lopende rekening of handelsbalans. [tabel 2](#) geeft een aantal mogelijke scenario's voor de ontwikkeling van de netto internationale schuldenpositie, een maatstaf voor de externe schuld, van de VS ². Er wordt daarbij vanuit gegaan dat lopende rekening tekorten resulteren in even grote veranderingen van de netto internationale schuldenpositie. Daarbij moet gemeld worden dat in statistieken in de meeste gevallen een aantal effecten, zoals wisselkoerswijzigingen en rendementsverschillen, niet mee worden genomen ³.

Tabel 2. Scenario's voor de ontwikkeling van de Amerikaanse netto internationale schuldenpositie, in procenten bbp

	2001	2002	2003	2005	2010	8
absoluut gelijkblijvend tekort lopende rekening (\$ 400 miljard)						
bbp-groei 2%	22,1	25,5	28,7	34,9	48,0	
bbp-groei 3%	21,8	25,0	27,9	33,2	43,5	
bbp-groei 4%	21,6	24,5	27,1	31,6	39,5	
relatief gelijkblijvend tekort lopende rekening (4% van het bbp)						
bbp-groei 2%	22,1	25,7	29,2	36,0	51,8	225
bbp-groei 3%	22,0	25,3	28,6	34,8	48,9	150
bbp-groei 4%	21,8	25,0	28,0	33,7	46,2	113
relatief gelijkblijvende handelsbalans (4% van het bbp)						
bbp-groei 2%	23,1	27,8	32,6	42,7	70,9	8
bbp-groei 3%	22,9	27,4	31,9	41,4	66,7	8
bbp-groei 4%	22,7	27,0	31,3	40,1	62,9	8

Bron: eigen berekeningen op basis van gegevens van het IMF. Waarden zijn debet en geven dus een negatieve netto internationale schuldenpositie weer.

De tabel laat zien dat indien het huidige lopende rekeningstekort in relatieve of absolute omvang blijft bestaan, de netto internationale schuldenpositie ongeveer uitkomt rond de veertig à vijftig procent van het bbp ⁴. In de jaren erna zou de netto internationale schuldenpositie maximaal op kunnen lopen tot honderd à tweehonderd procent van het bbp. Bij een gelijkblijvend handelstekort explodeert de schuldenpositie op de lange termijn onder last van de rente-

betalingen ⁵.

Een aantal auteurs heeft aangegeven dat een fors groter buitenlands belang in Amerika niet ondenkbaar zou zijn, sommigen denken zelfs dat dit niet onhoudbaar zou zijn. Zo kan de VS volgens Cooper over vrijwel onbeperkte financiering beschikken vanwege de centrale rol van de dollar in financiële markten ⁶. Mann is het hiermee oneens en wijst op de 'home bias' van buitenlandse investeerders ⁷. Zij wijst er op dat bijvoorbeeld reeds een groot deel (veertig procent) van de netto uitgifte van internationale obligaties volgens cijfers van de Bank for International Settlements gedaan wordt door Amerikaanse ingezetenen. Gezien de genoemde 'home bias' zou de VS haar beroep op de internationale kapitaalmarkt niet veel verder kunnen oprekken.

Stijgende schuldquote

Bij een oplopende schuldquote zullen de rentebetalingen toenemen en een steeds groter deel gaan vormen van de lopende rekening. Zo kan de handelsbalans in 2010 bij een gelijkblijvend tekort op de Amerikaanse lopende rekening nog slechts anderhalf tot twee procent van het bbp negatief zijn. De rest van het lopende rekeningstekort bestaat dan uit rentebetalingen. Op de langere termijn moet de handelsbalans zelfs positief worden om de rente te kunnen betalen. Oplopende rentebetalingen zullen ertoe leiden dat minder financiële middelen aangewend kunnen worden voor bijvoorbeeld binnenlandse investeringen. Dit leidt tot gevolgen voor de reële economie in termen van lagere investeringen, hogere besparingen en lagere economische groei.

Al met al lijkt bovenstaande aan te geven dat de ontwikkeling van de netto internationale schuldenpositie de komende tien jaar weliswaar zorgwekkend is, maar dat het niveau van de externe schuld nog niet uitzonderlijk hoog is (Canada heeft bijvoorbeeld een externe schuldenlast van bijna veertig procent van het bbp). Aanpassingen op middellange termijn zijn echter onvermijdelijk. Zodra bijvoorbeeld pensioenfondsen in Japan en Europa zich genoodzaakt gaan zien om hun bezittingen te liquideren (naar verwachting zal dit gebeuren vanaf 2010) zal het voor de VS moeilijker worden een lopende rekeningstekort te financieren.

Conclusie

In dit artikel hebben we gezocht naar een antwoord op de vraag of we ons zorgen moeten maken over het Amerikaanse tekort op de lopende rekening. Gebleken is dat het lopende rekeningstekort voornamelijk een gevolg is van de uitzonderlijk hoge investeringsgroei in de afgelopen jaren, mede veroorzaakt door de hoge verwachtingen omtrent de nieuwe economie. De ontwikkeling van dit tekort noopt zeker tot waakzaamheid. Bij een gelijkblijvend tekort zullen de internationale schuldenpositie en de rentebetalingen aan het buitenland oplopen, waardoor reële aanpassingen plaats moeten vinden.

Mede daarom is op termijn het huidige lopende rekeningstekort niet houdbaar en zal net als bij de 'first generation of twin deficits' een correctie optreden. Van groot belang is dat de correctie geleidelijk plaatsvindt, om zodoende wereldwijde negatieve schokken te

voorkomen. De verwachting dat in de komende tijd de consumptiegroei en de binnenlandse investeringen zullen dalen, zijn gunstig voor de ontwikkeling van het tekort op de lopende rekening

1 IMF, *Capital markets report*, juli 2001.

2 Dit komt overeen met de bevindingen van M. Obstfeld en K. Rogoff, Perspectives on OECD economic integration: implications for U.S. current account adjustment in: *Global economic integration: opportunities and challenges*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, VS, 2000.

3 Zie *Het zwarte gat van Nederland*, Onderzoeksmemorandum 97/14, Centraal Planbureau, Den Haag, 1997.

4 De absoluut gelijkblijvende tekorten op de lopende rekening van \$ 400 miljard komen in 2010 overeen met tekorten van 2,6-3,2 procent van het bbp.

5 Doordat het reële rendement (hierna ook wel rente) gesteld wordt op vijf procent, de economische groei hieronder ligt en de handelsbalans negatief is, neemt het belang van rentebetalingen voor de economie steeds verder toe.

6 R.N. Cooper, *Is the US current account sustainable? Will it be sustained?*, Seminar Brookings Institute, maart 2001.

7 C.L. Mann, *Is the US trade deficit sustainable?*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1999.