



# Het Amerikaanse begrotingsgevaar

DRS. J.N.A. SPECKER\*

## Inleiding

Op de economische topconferentie te Williamsburg in mei vorig jaar werd door de niet-Amerikaanse deelnemers de vrees geuit dat het begrotingstekort en de hoge rentevoeten in de Verenigde Staten het economisch herstel aldaar in de kiem zouden smoren. Een situatie die het economisch klimaat in Europa zou bederven en vooral ook de met schuldproblemen kampende ontwikkelingslanden zwaar zou treffen. De feitelijke gang van zaken pakte evenwel anders uit. De Amerikaanse economische politiek bracht immers, vooral als gevolg van het sterk expansieve begrotingsbeleid met z'n belastingmaatregelen gericht op versterking van de aanbodzijde van de economie, een verrassend krachtig economisch herstel teweeg. De economische groei beliep gedurende 1983 6,2%, waarmee de Verenigde Staten eerder als trekpaard fungeerden voor de rest van de wereld. Door deze gunstige ontwikkeling verdween het naar Amerikaanse maatstaven gemeten zeer hoge begrotingstekort wat naar de achtergrond. De in februari jl. gepresenteerde begroting voor 1985 met daar in opgenomen de projectie van hoog blijvende tekorten in de jaren daarna, bracht de federale begrotingsproblematiek echter weer terug in het centrum van de belangstelling, zowel in de VS als daarbuiten.

## Het begrotingstekort

Volgens de regering-Reagan moet tot en met het fiscale jaar 1987 rekening worden gehouden met federale begrotingstekorten in de orde van grootte van \$ 180 mrd., waarna een daling zou volgen tot ruim \$ 120 mrd. in 1989. Deze verwachting is evenwel gebaseerd op nogal optimistische veronderstellingen met betrekking tot de economische groei, de inflatie en de renteontwikkeling. Zo gaat de regering-Reagan er bij voorbeeld vanuit dat zowel de korte als de lange rente van meer dan 9,5 en 12% nu, geleidelijk zullen dalen tot 5 en 5,5% in 1989. Een nogal aanvechtbare veronderstelling gelet op de geprojecteerde begrotingstekorten. De Congressional Budget Office (CBO) van de Verenigde Staten heeft dan ook becijferd dat als er slechts

sprake is van een geringe mate van rentedaling het tekort in 1989 zou oplopen tot bijna \$ 250 mrd. Charles Schultze, de belangrijkste economische adviseur van Carter, heeft er daarbij op gewezen dat met dergelijke tekorten, als door het CBO geraamd, een economische recessie wel zeer waarschijnlijk wordt. In zijn berekening komt hij dan uit op een tekort van maar liefst \$ 350 mrd. in 1989.

„That monster deficit” zo heet het in de Amerikaanse pers, waarmee kernachtig wordt aangegeven dat de rekening van het huidige economische beleid in de VS onbetaalbaar dreigt te worden. Vooral Volcker en Feldstein hebben er dan ook bij voortduring op aangedrongen nu reeds iets aan deze tekorten te doen. Ook president Reagan is er, gelet op de inspanning om tot een „down payment” (een aanbetaling) te komen over de begrotingstekorten in de komende drie jaar, van overtuigd geraakt dat er actie dient te worden ondernomen. In de Verenigde Staten is het echter het jaar van de presidentiële verkiezingen, waarmee de kans op een substantiële vermindering van het federale begrotingstekort over 1985 niet hoog mag worden aangeslagen. Indien er echter op korte termijn te weinig wordt ondernomen, dan dreigen de ombuigingen in een latere fase te laat te komen. Volcker plaatste in dit verband de volgende waarschuwing: „If left unattended, the deficits will accumulate until they undercut all that has been achieved with so much effort and so much pain”.

## Het monetaire beleid

Met al wat bereikt is, doelt Volcker uiteraard op het economisch herstel en de veel lagere inflatiegraad, terwijl de woorden met pijn en moeite van toepassing zijn op de gevolgen van het eerder gevoerde krappe monetaire beleid ter beteugeling van de geldgroei. Deze vorm van inflatiebestrijding had immers de stimulerende effecten van de door Reagan in 1981 door het congres heen geloodste personele belastingverlaging van 23% meer dan tenietgegaan, als gevolg waarvan na een aanvankelijke opleving de economie van de zomer 1981 tot november 1982 in een diepe recessie belandde. Een terugval die het federale begrotingstekort mede omhoog had gestuwd van \$ 60,0 mrd. in 1981 tot \$ 147,1 mrd. in 1982. Het economische tij keerde eerst toen de internationale schuldenproblematiek als gevolg van de zeer hoge rentevoeten onhoudbare proporties dreigde aan te nemen, hetgeen in de tweede helft van 1982 mede in het licht van de afgezwakte geldgroei in de VS voldoende aanleiding gaf tot een veel ruimer monetair beleid. De reële rentevoeten bleven evenwel door de zeer snelle inflatievermindering op een hoog niveau. Zo beliep de effectieve reële rente op overheidsobligaties over de eerste helft van 1982 gemiddeld 6% tegenover respectievelijk 6,1% en 7,7% in de tweede helft van 1982 en in 1983. Dat desondanks de Amerikaanse economie een krachtig economisch herstel te zien heeft gegeven, kan dan ook niet alleen worden toegeschreven aan het expansieve begrotingsbeleid. Zo hebben de bedrijven zich tot nu toe als gevolg van de sterk gestegen cash flow en het tot voor kort gunstige emissieklimaat op de beurs grotendeels zelf gefinancierd.

Daarenboven speelde ook de algemene belastingaftrek van rentekosten en de geldende belastingvoordelen bij het doen van investeringen een belangrijke rol. Deze combinatie van factoren en maatregelen heeft de bedrijfsbesparingen dan ook gunstig beïnvloed. Zoals in tabel 1 is aan-

\* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de AMRO-bank te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Tabel 1. De besparingen als percentage van het bruto nationaal produkt

	Recessie		Herstel		Recessie		Herstel	
	1974/75	1976	1977	1978	1980/82	1983	1984	1985
Gezinnen	5,1	3,8	3,4	3,3	4,3	3,4	3,3	3,2
Bedrijven	10,7	12,0	12,0	11,7	12,7	13,9	14,1	14,1
Totaal private sector	15,8	15,8	15,4	15,0	17,0	17,3	17,4	17,3
Overheid a)	-2,2	-2,1	-1,0	0,0	-2,0	-3,9	-3,6	-3,4
Totaal binnenland	13,6	13,7	14,4	15,0	15,0	13,4	13,8	13,9
Procentuele beslag overheid op private besparingen	14,4	13,1	6,6	0,1	11,8	22,7	20,5	19,9
Idem, op netto private besparingen	40	38,1	19,5	0,3	33,7	69,1	57,6	57

a) Tekort gehele overheid (federal, state and local governments).

Bron: Federal Reserve, US Department of Commerce, A.T. Sommers.

Tabel 2. *Besparingen, investeringen en de kapitaalimport (in mrd. \$)*

	Recessie	Herstel			Recessie	Herstel		
	1974/75	1976	1977	1978	1980/82	1983	1984	1985
Binnenlandse besparingen								
- private sector	234,5	272,5	295,6	324,9	488,9	571,8	634	680
- overheid a)	-33,7	-35,6	-19,5	- 0,3	-57,8	-129,7	-130	-135
Totaal	200,8	236,9	276,1	324,6	431,1	442,1	504	545
Private binnenlandse investeringen	201,9	243,3	303,3	351,5	430,4	471,3	580	630
Binnenlands spaaroverschot	- 1,1	- 6,4	-27,2	-26,9	0,7	-29,2	-76	-85
Netto buitenlandse investeringen (incl. statistische verschillen)	1,1	6,4	27,2	26,9	- 0,7	29,2	76	85

a) Tekort gehele overheid.

Bron: US Department of Commerce, Federal Reserve, A.T. Sommers.

gegeven liggen deze besparingen, uitgedrukt in percentages van het bruto nationaal produkt (bnp) in de huidige economische herstelfase ca. 2 procentpunten hoger dan in de daaraan voorafgaande herstelperiode 1976/1978.

De private besparingen vertonen daarmee weliswaar een gunstiger beeld dan voorheen, maar de prijs in termen van hoogblijvende overheidstekorten is dusdanig hoog dat het totale besparingsbeeld aanmerkelijk verslechtert. De oorzaak van deze hoog blijvende tekorten is gelegen in de toename van het structurele begrotingstekort, d.w.z. van het tekort dat resteert nadat de positieve cyclische effecten in de vorm van lagere werkloosheidsuitgaven en hogere belastingontvangsten zijn verdisconteerd. De scherpe stijging van dit structurele tekort kan vooral worden toegeschreven aan lagere belastingopbrengsten, hogere defensie-uitgaven en rentelasten. Zo leiden de door de regering-Reagan geïntroduceerde belastingmaatregelen, zoals de vervroegde afschrijvingsfaciliteiten en de verlaging van de personele belastingtarieven, tot structureel lagere begrotingsinkomsten. Naar schatting zullen de federale begrotingsinkomsten in 1985 daardoor 19% van het bnp bedragen, tegenover 20,4% in 1982. Voorts zal de gewenste defensie-opbouw de bewapeningsuitgaven opvoeren van 6,2% van het bnp in 1982 tot 7,5% in 1985. Daarenboven geven ook de uitgaven ten behoeve van de volksgezondheid een autonome stijging te zien, terwijl bovendien de rentelasten als gevolg van het hoge begrotingstekort toenemen. Per saldo creëert het huidige begrotingsbeleid in de VS daardoor nauwelijks ruimte voor een verlaging van het federale begrotingstekort. In de in tabel 1 opgesloten projecties is dan ook uitgegaan van federale begrotingstekorten in de orde van grootte van \$ 180 - \$ 185 mrd., conform de nogal optimistische raming van de regering-Reagan.

Bovendien is verondersteld dat de in 1983 sterk toegenomen overschotten ad \$ 50 - \$ 55 mrd. bij de lagere overheden niet tot hogere uitgaven zullen leiden. Desondanks blijft het beslag van de overheid op de netto private besparingen ongekend hoog, waarmee duidelijk naar voren komt dat economische groei op zich begrotingstekorten niet naar beneden brengt. Dit deficit van het door de aanhangers van de theorie van de aanbodeconomie, de zo-

genaamde „supply siders”, serieus naar voren gebrachte „Baron von Münchhausen-idee” heeft mogelijk ernstige economische consequenties. De hoge begrotingstekorten dreigen immers een zodanig beslag op de binnenlandse besparingen te leggen dat er volstrekt onvoldoende ruimte overblijft voor de in de meer volwassen conjunctuurfase tevens daaruit te financieren bedrijfsinvesteringen. Een dergelijke situatie kan de rentevoeten omhoog drijven, waardoor het bedrijfsleven met alle economische gevolgen van dien van de geld- en kapitaalmarkt wordt weggedrukt. Met opziet wordt hier het woordje „kan” gebruikt aangezien het verband tussen hoge rentevoeten en hoge begrotingstekorten niet alleen afhankelijk is van de fase waarin de conjunctuur zich bevindt, maar tevens van het vertrouwen van de buitenlandse beleggers. Indien zij een groot vertrouwen hebben in het Amerikaanse economische beleid dan is het zeer wel mogelijk dat tegen gunstige rentecondities voldoende buitenlands kapitaal binnenstroomt om het binnenlandse besparingsgat te dichten. In feite is dit tot nu toe ook gebeurd.

Tabel 2 laat zien dat het binnenlandse spaartekort in de VS over 1983 \$ 29,3 mrd. bedroeg. Dit tekort komt, afgezien van statistische verschillen en tekortkomingen, tot uitdrukking in een even groot tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Aangezien de Verenigde Staten niet of nauwelijks interveniëren op de valutamarkt, wordt dit tekort op de lopende rekening gedekt door netto kapitaalimport. Deze toestroom van buitenlands kapitaal komt altijd tot stand, alleen de condities waartegen, d.w.z. de rentevoeten en de koers van de dollar waartegen de buitenlandse beleggers bereid zijn te investeren, kunnen verschillen. In 1983 was het buitenlandse vertrouwen in de economie van de VS blijkbaar zo groot dat de benodigde kapitaalimport weliswaar tegen wat hogere reële rentetarieven tot stand kwam, maar daar stond wel een hogere dollarkoers tegenover. De tabel geeft evenwel aan dat de besparingstekorten in de VS dit jaar en volgend jaar scherp zullen oplopen, waarbij bovendien nog is verondersteld dat de internationale kredietverlening door de Amerikaanse banken bescheiden zal blijven.

Het is echter zeer de vraag of de netto buitenlandse investeringsstroom in die omvang als in de tabel geprojecteerd tegen de-

zelfde condities zal blijven plaatsvinden. Deze bereidheid is voor een belangrijk deel afhankelijk van het door de Federal Reserve Board te voeren monetaire beleid. De Fed bevindt zich daarbij echter in een bijzonder moeilijk pakket. Zo zou een te soepel monetair beleid in de vorm van het toestaan van een snelle geldgroei, de in de huidige conjunctuurfase toch al oplopende inflatieverwachtingen verder omhoog drijven. In reactie daarop zal de koers van de dollar, vanwege de lagere reële rendementsverwachtingen, onder druk komen te staan waardoor via hogere importprijzen een sterkere inflatoire impuls zal resulteren. Hogere inflatieverwachtingen vertalen zich op den duur evenwel onvermijdelijk in hogere nominale rentevoeten. Een ontwikkeling die nu reeds valt waar te nemen, aangezien naar aanleiding van de snelle geldgroei in de afgelopen maanden en de tegenvallende stijging van de consumptieprijzen in januari jl. de „prime rate” werd verhoogd van 11 naar 11,5%.

Over de vraag in hoeverre de Fed aan die rentestijging heeft bijgedragen zijn de meningen verdeeld. Zo wordt er op gewezen dat de Fed via beïnvloeding van de „federal funds rate” (de rente die de banken elkaar voor kort geld in rekening brengen) onlangs tot monetaire verkrapping is overgegaan. De Fed kan uiteraard ter bestrijding van de toenemende inflatieverwachtingen een restrictiever beleid gaan voeren. De ruimte daarvoor is echter eveneens beperkt, aangezien een te sterke stijging van de rente niet alleen het binnenlandse economische herstel bedreigt, maar tevens de schuldproblemen van vele ontwikkelingslanden sterk zou vergroten met alle mogelijke gevolgen van dien voor het Amerikaanse bankwezen. Het heeft er derhalve alle schijn van dat het monetaire beleid in de VS verstrikt is geraakt in de fuik van de zeer hoge begrotingstekorten die of tot hogere inflatie of tot hogere reële rentevoeten, dan wel tot beide dreigen te leiden.

## Conclusie

Het zo vurig gewenste uitzicht op een gestage niet-inflatoire economische groei verdwijnt bij uitstel van tekortvermindering steeds verder achter de horizon. Paul Volcker, de voorzitter van de Federal Reserve Board, dringt er dan ook sterk op aan om in de komende drie begrotingsjaren tot een vermindering van de federale begrotingstekorten te komen van \$ 50 mrd. per jaar. Hij wenst dus een snelle en omvangrijke actie, hetgeen in het licht van de in tabel 2 gepresenteerde projecties geen verbaazing zal wekken. President Reagan is inmiddels met belangrijke republikeinse congresleden tot overeenstemming gekomen over een „down payment” ad \$ 149 mrd. op de federale begrotingstekorten in de komende drie jaar, hetgeen het tekort in het begrotingsjaar 1987 terug zou brengen tot \$ 143 mrd. Het ombuigingspakket is redelijk evenwichtig opgebouwd: \$ 40 mrd. minder aan defensie-uitgaven, \$ 43 mrd. ombuigingen op andere begrotingsposten, \$ 48 mrd. aan hogere belastingopbrengsten

en \$ 18 mrd. minder aan rentelasten als resultaat van de dan lagere overheidsschuld. Het Congressional Budget Office heeft er echter op gewezen dat, als alle reeds eerder geaccepteerde en voorgestelde bezuinigingen worden verdisconteerd, er slechts een feitelijke „down payment” resteert van \$ 100 mrd. en het begrotingstekort in 1987 derhalve \$ 198 mrd. zal bedragen. Verontrostender is evenwel het feit dat het zwaartepunt van de ombuigingen in de begrotingsjaren 1986 en 1987 valt. Op de begroting voor 1985 zou effectief slechts \$ 11 mrd. worden bezuinigd. Volstrekt onvoldoende gezien het zeer omvangrijke binnenlandse spaartekort in dat jaar. Financiële en economische overwegingen worden derhalve opgeofferd aan verkiezingsoverwegingen. De ombuigingsvoorstellen die nu op tafel liggen bergen dan ook het grote gevaar in zich dat er te laat iets wordt gedaan aan de Amerikaanse begrotingsproblematiek. Ernstige financiële oneven-

wichtigheden binnen de VS blijven immers dit jaar en volgend jaar bestaan. De kans dat een dergelijke situatie tot ernstige verstoringen op de financiële markten, in termen van dollarkoersen en rente-ontwikkelingen, zal leiden, is dan ook beslist niet denkbeeldig. Indien zo'n ontwikkeling zich zou voordoen gaat niet alleen veel, zo niet alles, verloren van wat tot nu toe in de VS is bereikt, maar zullen tevens de economieën in Europa en de ontwikkelingslanden daar de wrange vruchten van mogen plukken.

In feite hebben de waarschuwende woorden geuit op de topconferentie te Williamsburg daarmee opnieuw een grote actualiteitswaarde gekregen. In die zin is er momenteel sprake van een uiterst kritieke fase met betrekking tot het nu in gang gezette internationale economische herstel.

**J.N.A. Specker**