

# Buitenlandse schuld VS niet langer lonend

E.B. Spijkerman

Werkzaam bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën.  
e.b.spijkerman@minfin.nl

Met jarenlange tekorten op de lopende rekening hebben de VS per saldo een omvangrijke schuld aan het buitenland opgebouwd. Dat hierover voor het eerst rendement moet worden vergoed, maakt vermindering van het begrotings-tekort des te noodzakelijker.

Het Amerikaanse Congressional Budget Office (CBO) schetst in The Long-Term Budget Outlook een veront-rustend beeld van de Amerikaanse overheidsfinanciën tot 2050 (CBO, 2005a). De conclusie is dat een op lange termijn houdbare tekort- en schuldontwikkeling om een forse beperking vraagt van de uitgaven aan de federale zorgprogramma's en de publieke pensioenvoorziening ('Social Security') en een flinke belasting-verhoging noodzakelijk maakt. Gelet op de uiterst beperkte tekortreductie in de VS in de afgelopen jaren van hoogconjunctuur en de moeizame discussies over budgettaire hervormingen lijken beide zeer lastig te realiseren. In de meeste scenario's die het CBO doorrekent, ontstaat een dynamiek van hogere rente-uitgaven op de overheidsschuld die de schuld verder verhogen. Dit artikel laat zien dat deze neerwaartse spiraal zich gemakke-lijk kan vertalen naar de lopende rekening.

## Het tekort op de lopende rekening

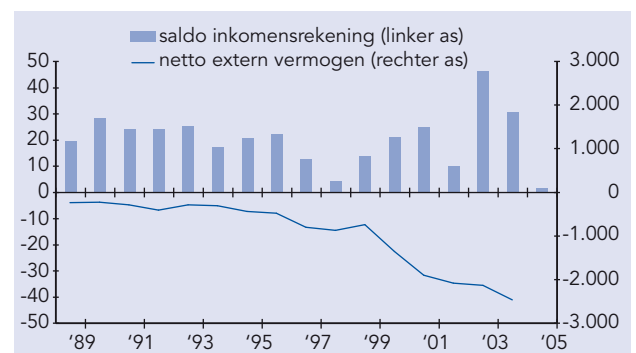
Begrotingstekorten leggen een beslag op de besparingen, zowel in het binnenland als in het buitenland. De financiering van tekorten met *binnenlandse* besparingen kan ertoe leiden – zowel via het prijskanaal (rentestijging) als het volumekanaal (verdringing) – dat particuliere investeringen en kapitaalvorming afnemen. Hierdoor worden de productiviteitsgroei en de economische groei geschaad. Financiering door het buitenland (via buitenlandse aankopen van staatsobligaties) impliceert dat rentebetalingen aan het buitenland oplopen en dat de kwetsbaarheid van de VS voor het sentiment op financiële markten – toch al niet gering, gelet op het uitzonderlijke hoge tekort op de lopende rekening – toeneemt. Omdat het buitenland een steeds groter deel van de totale Amerikaanse overheidsschuld bezit, gaan een oplopende overheidsschuld en toenemende rentebetalingen aan het buitenland hand in hand. Dit zien we terug op de Amerikaanse inkomensrekening, na de handelsbalans het belangrijkste onderdeel van de lopende rekening van de betalingsbalans.

## De VS als internationaal debiteur

Het tekort op de lopende rekening van de VS liep in het vierde kwartaal van 2005 op tot 7,0 procent van het bbp. Over geheel 2005 bereikte het tekort een recordomvang van 805 miljard dollar, gelijk aan 6,4 procent van het bbp. Hiermee kwam

het tekort twintig procent hoger uit dan in 2004. Door van jaar op jaar stapelende tekorten op de lopende rekening is het netto externe vermogen van de VS vanaf het midden van de jaren 1990 sterk negatief geworden<sup>1</sup>. Over deze internationale schuldpositie moet de VS rendement (in de vorm van rente of dividend) vergoeden. Het is opvallend dat het saldo van de inkomensrekening van de VS tot op heden positief was (zie figuur 1). Wel daalde van 2004 op 2005 het overschot op de inkomensrekening ongekend sterk, van dertig miljard naar 1,5 miljard dollar (hierop wordt verderop ingegaan).

Figuur 1. Netto extern vermogen en saldo inkomensrekening, VS, 1989-2005\* (in miljard dollar)



Bron: US Bureau of Economic Analysis

\* Voor 2005 is nog geen cijfer voor het netto extern vermogen beschikbaar

Eind 2004 was het netto externe vermogen 2.542 miljard dollar negatief (21,2 procent van het bbp). Het externe vermogen bestaat uit twee componenten: buitenlandse directe investeringen (FDI) en portefeuille-investeringen (waardepapieren). Ten

1 Dat de internationale investeringspositie (extern vermogen) minder negatief is dan verwacht zou mogen worden op grond van de successievelijke tekorten op de lopende rekening kan verklaard worden uit wisselkoersveranderingen en prijsveranderingen van vermogenstitels (Cline, 2005, hoofdstuk 2). Ter illustratie: in 2004 was het tekort op de lopende rekening van de VS gelijk aan 668 miljard dollar, terwijl het externe vermogen onder invloed van de depreciatie van de dollar en relatief sterke aandelenkoersstijgingen buiten de VS – beide factoren verhogen de waarde van de externe vorderingen van de VS – slechts 327 miljard dollar negatiever werd.

aanzien van FDI is de VS per saldo een crediteur (+ 600 miljard dollar), op het terrein van portefeuille-investeringen (inclusief bankleningen, deposito's) is ze per saldo een debiteur (- 3.143 miljard dollar). Zie tabel 1 (eerste kolom).

**Tabel 1. Opbouw netto extern vermogen VS, inclusief rendementsverschil**

	stand eind 2004, in miljard dollar	gemiddeld rende- ment (1982-2004), in procenten per jaar
Amerikaanse activa in buitenlandse handen (VS verplichtingen)		
FDI	2687	2,2
portefeuille- investeringen	9828	5,2
<i>totaal</i>	<i>12515</i>	<i>4,5</i>
buitenlandse activa in handen van de VS (VS vorderingen)		
FDI	3287	7,6
portefeuille- investeringen	6685	4,9
<i>totaal</i>	<i>9973</i>	<i>5,7</i>
verschil (VS vorderingen minus VS verplichtingen)		
FDI	600	5,5
portefeuille- investeringen	-3143	-0,3
<i>totaal</i>	<i>-2542</i>	<i>1,2</i>

Bron: CBO (2005b).

Het inkomensvoordeel van de VS is volledig te herleiden tot de directe investeringen. Investerings van de VS in het buitenland renderen met gemiddeld 7,6 procent per jaar veel beter dan investeringen van het buitenland in de VS (gemiddeld 2,2 procent per jaar). Op portefeuille-investeringen behaalt het buitenland per saldo een iets hoger rendement (0,3 procentpunt). Het CBO berekent dat de VS per saldo tussen 1982-2004 een rendementsvoordeel van 1,2 procent per jaar behaalden. Met de forse daling van het overschot op de inkomensrekening is het nettorendement in 2005 gedaald tot (naar schatting) 0,1 procent.

Het rendementsvoordeel voor de VS op FDI kan uit drie factoren worden verklaard:

- investeringen van de VS in het buitenland zijn verhoudingsgewijs ouder en dus winstgevender dan buitenlandse investeringen in de VS (geringere opstartkosten, meer kennis en ervaring, niet-winstgevendende bedrijven zijn al vertrokken);
- het investeringsrisico in het buitenland is groter dan in de VS (dit vereist een hoger rendement);
- verschillen in winstbelastingen (effectief lagere tarieven in het buitenland leiden – bijvoorbeeld via interne verrekenprijzen – tot kunstmatig hogere winsten in het buitenland).

**Tabel 2. Deelrekeningen inkomensbalans VS, in miljard dollar**

	2004 *	2005*	2005 eerste kwartaal	2005 tweede kwartaal	2005 derde kwartaal	2005 vierde kwartaal
1. ontvangsten op FDI	58	62	58	60	64	67
2. betalingen op FDI	-26	-30	-30	-31	-25	-33
3. private portefeuille- ontvangsten (rente/dividend)	35	53	47	50	56	61
4. private portefeuillebetalingen (rente/dividend)	-36	-56	-48	-51	-59	-65
5. overheidsontvangsten	0,8	0,7	0,7	0,8	0,6	0,7
6. overheidsbetalingen	-22	-29	-26	-28	-30	-32
inkomensrekening totaal	7,6	0,4	0,6	-1,6	4,9	-2,4

\* kwartaalgemiddelden; NB negatief teken duidt op betalingen (uitstroom)

Bron: US Bureau of Economic Analysis

## 'Dark matter' verdwijnt

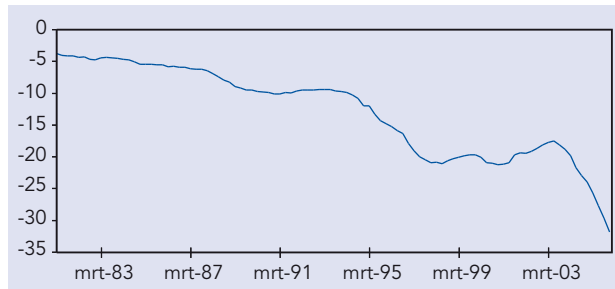
De inkomensrekening was in 2005 gedurende twee van vier kwartalen negatief. In het vierde kwartaal werd 2,4 miljard dollar meer aan het buitenland betaald dan het buitenland aan de VS vergoedde. Dit is het meest negatieve saldo sinds 1960 (data van voor die tijd zijn niet beschikbaar). Boonstra haalt een debat onder economen aan over de mogelijke aanwezigheid van 'dark matter' (vrij vertaald: 'verborgen buitenlands vermogen') in de vermogensrelatie van de Verenigde Staten met het buitenland (Boonstra, 2006). Uit de observatie dat de VS op een negatief extern vermogen niettemin een positief rendement weet te realiseren, leiden Hausmann en Sturzenegger af dat de vorderingen van de VS op het buitenland groter moeten zijn dan officieel geregistreerd (Hausmann & Sturzenegger, 2005). Dat de inkomensrekening nu in snel tempo lijkt te verslechteren, geeft aan dat de 'dark matter' een deel van zijn mysterie verliest. Ook de VS lijken in een positie te komen waarin ze moeten gaan betalen op hun netto buitenlandse verplichtingen.

Tabel 2 splitst de inkomensrekening uit naar haar componenten. Het positieve rendementsverschil op FDI is terug te zien in het grote verschil tussen betalingen en ontvangsten op FDI. De VS financiert tegenwoordig hun tekort op de lopende rekening vooral met portefeuillekapitaalimport (naast overheidsobligaties tevens bedrijfsobligaties en aandelen) en in mindere mate via FDI. Private rente/dividendbetalingen aan het buitenland (regel 4) zullen dan ook naar verwachting een steeds groter beslag leggen op de inkomensrekening (en daarmee op de lopende rekening). Naast dit *volume*-effect is er sprake van een negatief *prijseffect* omdat de VS een rendementsnadeel heeft op portefeuilletransacties (zie tabel 1).

Regel 6 uit tabel 3 geeft de door de overheid aan het buitenland betaalde rente op de overheidsschuld weer. Dit onderdeel van de inkomensrekening is in de loop van de tijd (vooral vanaf 1993 en versterkt vanaf 2003) sterk gestegen (zie figuur 2). De meeste analisten en internationale instellingen (OESO, 2005; IMF, 2005) verwachten dat het Amerikaanse begrotingstekort voorlopig rond het huidige niveau van ongeveer drie procent zal blijven schommelen. Naarmate begrotingstekorten hoog blijven en het buitenland deze tekorten blijft financieren, zal de externe schuld verder oplopen en de inkomensrekening dieper in het rood terechtkomen. Volgens het Amerikaanse ministerie van Financiën is ongeveer 45 procent van de (openbare) overheidsschuld in buitenlandse handen (in 1998 was dat nog maar 32 procent, begin jaren 1990 slechts twintig procent). Een andere voor de VS relevante risicofactor is de stijgende lange rente. Als debiteurenland hebben de VS lang kunnen profiteren van de vanaf 2000 sterk gedaalde lange rente. Nu het risico bestaat

dat de lange rente verder oploopt en de spread ten opzichte van Europa is toegenomen, zet ook dit de inkomensrekening en daarmee de lopende rekening van de VS onder druk.

**Figuur 2. Rentebetalingen door de overheid aan het buitenland, per kwartaal, in miljard dollar**



Bron: FRED® (Economic Database, Fed St. Louis); NB Negatief teken duidt op betaling (uitstroom)

### Conclusie

Uiteindelijk is de vraag naar de houdbaarheid van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening terug te voeren op de houdbaarheid van de externe schuld van de VS. Wanneer de VS (aanzienlijk) meer moet gaan betalen op de externe verplichtingen, verslechtert de inkomensrekening, waardoor de externe positie verder verslechtert. Er is een duidelijke parallel met de spiraal van stijgende overheidsschulden en de rentelasten op die schulden. Omdat een deel van het begrotingstekort door het buitenland wordt gefinancierd, is er een direct verband tussen de financiering van het begrotingstekort en het tekort op de lopende

rekening.<sup>2</sup> Om het effect van een verslechtering van de inkomensrekening op de lopende rekening te compenseren is een verbetering van de handelsbalans noodzakelijk. Dit laatste is niet eenvoudig: gelet op de onevenwichtigheid tussen export en import moet de export twee keer zo snel toenemen als de import om te voorkomen dat het handelstekort verder stijgt. Het op orde brengen van de overheidsbegroting is cruciaal: niet alleen om de budgettaire houdbaarheid te bevorderen, maar ook om een verder escalerend tekort op de lopende rekening – en daarmee de externe schuld – te keren. ■

**Emile Spijkerman**

### Literatuur

- Boonstra, W.W. (2006) De Amerikaanse externe vermogenspositie, *ESB*, nr. 4478, 27 januari 2006, 28-31.
- Cline, W.R. (2005) *The United States as a Debtor Nation*. Washington: Institute for International Economics.
- CBO (2005a), *The Long-Term Budget Outlook*. Washington: CBO.
- CBO (2005b) *Why does US Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States?* Economic and Budget Issue Brief, 30 november 2005. Washington: CBO.
- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005) *US and global imbalances: can dark matter prevent a big bang?* (www.cid.harvard.edu).
- IMF (2005) *United States: Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report, No 05/257. Washington: IMF.
- OECD (2005) *OECD Economic Survey of the United States*, Parijs: OECD

<sup>2</sup> Hiernaast geldt per definitie dat negatieve overheidsbesparingen ceteris paribus een tekort op de lopende rekening veroorzaken (het nationaal spaarsaldo is ex post per definitie gelijk aan het lopenderekingsaldo). Naast een verhoging van de gezinsbesparingen is een van de oplossingen voor vermindering van het tekort op de lopende rekening dan ook reductie van het overheidstekort (Cline, 2005).

Tjalling C. Koopmans Institute  
Utrecht School of Economics

## JUNIOR RESEARCHER

15 month contract, 1.0 fte  
NWO-supported project

### ‘The Impact of M&A-driven Market Dominance on Innovation Dynamics’

Utrecht University and Wageningen University have recently started their collaborative research on the effects of mergers on innovation. The project is sponsored by NWO from its Dynamics of Innovation programme, set up jointly with the Dutch Ministry of Economic Affairs. The project teams consists of seven (part-time) researchers. Within this team, there presently is a vacancy for a junior researcher who will be based at Utrecht University’s Department of Economics. He/she will be supervised by dr.dr. Elena Cefis and professor Hans Schenk.

He/she should have a drs or MSc degree in economics, econometrics or business studies and should have a penchant for meticulously carried out applied and quantitative research. An analytical mind and the capabilities to work in teams are indispensable.

For more information, please contact: Prof. dr. Hans Schenk, Director (h.schenk@econ.uu.nl) or dr.dr. Elena Cefis (e.cefis@econ.uu.nl), phone: +31 30 253 9956. For more information on the Tjalling Koopmans Institute, please see [www.koopmansinstitute.uu.nl](http://www.koopmansinstitute.uu.nl).

Applicants should send a curriculum vitae, samples of research papers, and a list of three current references, to: [uduse@econ.uu.nl](mailto:uduse@econ.uu.nl)

Applications received before May 15 2006 will be given first consideration.