

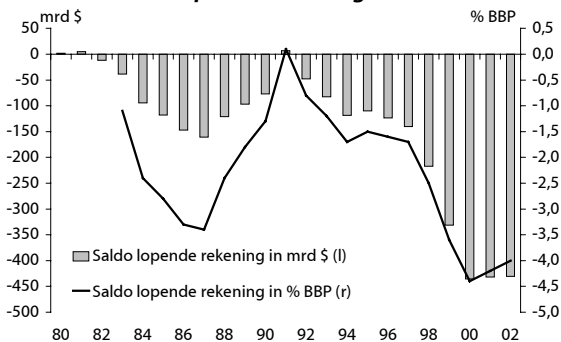
**Tijdbom onder de dollar?**

*De Verenigde Staten van Amerika kennen al jaren lang een omvangrijk tekort op de lopende rekening van hun betalingsbalans. Sedert 1980 heeft het land hier vrijwel ieder jaar een tekort gehad. De mythe wil dat de VS een sterk aanzuigende werking hebben op buitenlands investeringskapitaal, aangetrokken door het gunstige Amerikaanse ondernemingsklimaat. Het blijkt echter, dat de VS hun externe tekort vooral met obligaties financieren, waarmee het land steeds dieper in een schuldenmoeras wegzakt. In dit themabericht wordt ingegaan op de gevolgen die dit voor de koers van de dollar kan hebben.*

**Een korte geschiedenis**

De Verenigde Staten hebben sedert het begin van de jaren tachtig een tekort op de lopende rekening van hun betalingsbalans. Alleen in 1991 had het land nog een eenmalig overschot, wat werd veroorzaakt door de financiële bijdragen van de Golfstaten aan de militaire inspanningen ten tijde van de Golfoorlog. In de jaren tachtig liep dit tekort op tot een toenmalige recordhoogte van 3,3% BBP (1986). Uiteindelijk leidde dit tot een forse correctie op de koers van de dollar, die tussen begin 1985 en eind 1987 een diepe duikvlucht maakte. Deze duikvlucht werd spontaan ingezet, maar later door de belangrijkste centrale banken begeleid. Hiertoe werden indertijd de zogeheten Plaza- en Louvre-akkoorden afgesloten.

**Grafiek 1: Saldo lopende rekening VS**



Bron: IMF

Dankzij de lagere dollar verbeterde de Amerikaanse concurrentiepositie substantieel, hetgeen de uitvoer bevorderde en bijdroeg aan een afname van het tekort

op de lopende rekening. Een overschotsituatie werd echter niet bereikt.

In de loop van de jaren negentig, toen de dollar weer aan een opmars op de valutamarkten begon, bereikte het Amerikaanse tekort in het lopende verkeer nieuwe recordhoogten.

In de jaren tachtig werd het Amerikaanse tekort met name veroorzaakt door het toenmalige deficit op de overheidsbegroting. Het gat werd dan ook vooral gefinancierd door buitenlandse beleggers, m.n. ook vanuit Japan, die hun middelen belegden in Amerikaanse treasury-bonds.

Het huidige tekort wordt echter geheel veroorzaakt door de particuliere sector. De overheidsbegroting kende de afgelopen jaren immers een overschot.

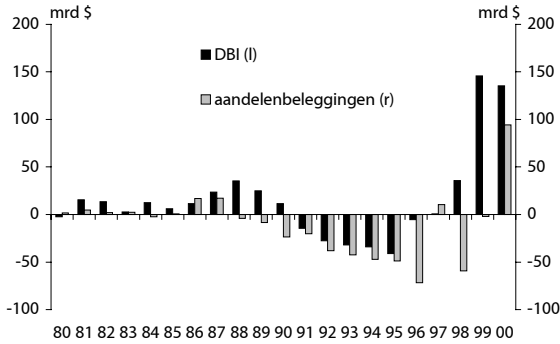
Hierbij wordt soms de indruk gewekt dat het Amerikaanse spaartekort vooral wordt gefinancierd met de instroom van risicokapitaal. Met name Europese bedrijven hebben de afgelopen jaren omvangrijke overnames in de VS gedaan. Daarbij wisten ook buitenlandse aandelenbeleggers de weg naar de VS goed te vinden. Dit werd ook telkenmale aangevoerd als verklaring van de kracht van de Amerikaanse dollar.

Op de **betalingsbalans** worden de transacties van een land met het buitenland geboekt. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen transacties in het lopende verkeer en het kapitaalverkeer.

Het saldo op de **lopende rekening** geeft aan hoeveel een land per saldo in zijn handelsrelaties met het buitenland verdient. Dit saldo is grofweg opgebouwd uit de **handelsbalans** (saldo van de goederenhandel), de **dienstenbalans**, de **netto kapitaalopbrengsten** en de **transferbalans**. Op de kapitaalbalans wordt geboekt hoe het saldo op de lopende rekening is gefinancierd. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen kort en lang kapitaal. Deze laatste post kan weer worden onderverdeeld in investeringen (aandelenparticipaties en directe investeringen) en beleggingen (m.n. aandelen en obligaties)

Het saldo op de lopende rekening weerspiegelt het nationale spaarsaldo: het spaarsaldo van de particuliere sector plus het spaarsaldo van de overheid.

**Grafiek 2: Netto instroom risicokapitaal**

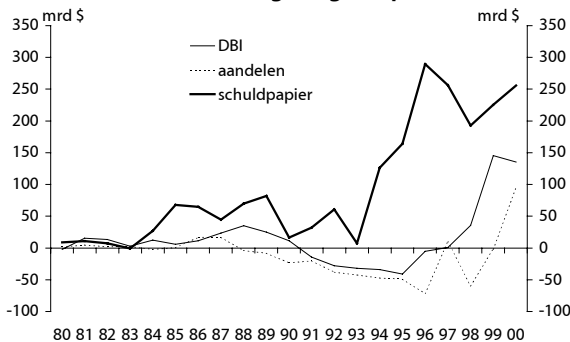


Bron: IMF

Uit grafiek 2 blijkt, dat de instroom van risicodragend kapitaal pas tegen het einde van de jaren negentig inderdaad fors is gestegen. Zowel waar het gaat om directe buitenlandse investeringen (DBI) als om instroom van aandelenkapitaal heeft dit inderdaad een hoge vlucht genomen.

Toch is de instroom van investeringskapitaal bij lange na niet voldoende geweest om het tekort op de lopende rekening te financieren. Ten eerste kennen de VS ook bij voortdurend een uitstroom van investeringskapitaal, zodat de netto-instroom per saldo beperkt is gebleven. Sterker nog, in een groot deel van de hier beschreven periode (1980–2000) waren de VS zelf netto investeerder in het buitenland. Alleen tegen het einde negentig, tijdens de internet hype, trokken de VS substantieel meer risicodragend kapitaal aan dan het land uitstroomde.

**Grafiek 3: Samenstelling lange kapitaalimport**



Bron: IMF

Ten tweede hebben de VS bij voortdurend ook een zeer forse instroom van buitenlands kapitaal gezien die is neergeslagen in vastrentende portefeuilles. Oftewel, het Amerikaanse tekort op de lopende rekening is voor het overgrote deel gefinancierd door

de uitgifte van schuldpapier, dat is opgenomen door beleggers in het buitenland. Een verschil met de eerder genoemde periode in de jaren '80 is wel, dat het ditmaal vooral zal gaan om bedrijfsobligaties, in plaats van staatsleningen.

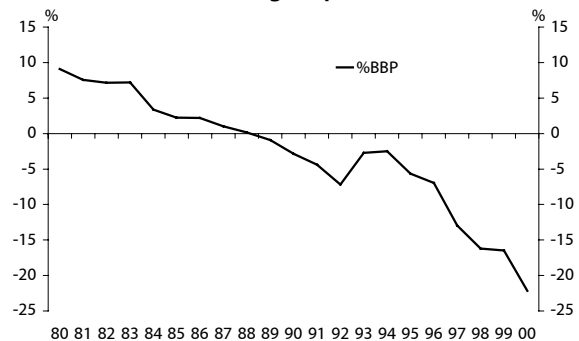
Alle mooie verhalen over het superieure ondernemingsklimaat in de VS ten spijt, leeft het land toch gewoon op de pof.

**De internationale vermogenspositie van de VS**

Door de opbouw van buitenlandse schuld is de internationale vermogenspositie van de Verenigde Staten in de loop der jaren volledig geërodeerd. Het land had van oudsher een sterke vermogenspositie. Deze is in belangrijke mate opgebouwd in de eerste helft van de twintigste eeuw. Zeker ook kort na de Tweede Wereldoorlog hebben de VS omvangrijke investeringen in onder meer Europa gepleegd. Bekende Europese merken, zoals bijvoorbeeld de Duitse autofabrikant Opel, kennen een Amerikaanse eigenaar (in dit voorbeeld General Motors). In 1980 hadden de Amerikanen bezittingen in het buitenland een waarde van ruim \$ 755 mrd. Daar stonden buitenlandse bezittingen in de VS ter grootte van zo'n \$ 500 mrd tegenover. Het netto buitenlands actief van \$ 255 mrd vertegenwoordigde indertijd zo'n 9% van het Amerikaanse BBP.

De VS hebben tot aan het einde van de jaren tachtig per saldo vorderingen op c.q. bezittingen in de rest van de wereld gehad. In het begin van de jaren negentig ontstond per saldo een kleine passief-positie. De afgelopen jaren is de netto vermogenspositie echter in een hoog en versnellend tempo verslechterd. In 2000 bedroeg de waarde van de Amerikaanse bezittingen in het buitenland bijna \$ 7.190 mrd.

**Grafiek 4: Netto vermogenspositie als % BBP**

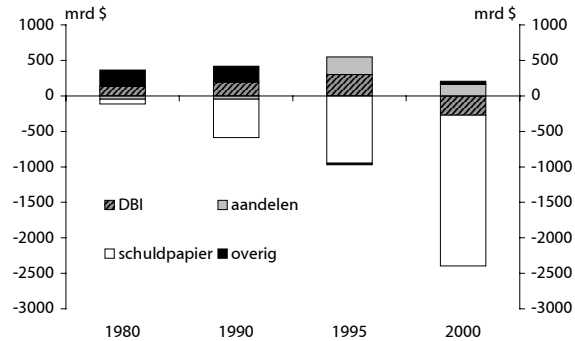


Bron: IMF

Daar stonden echter buitenlandse bezittingen in de VS tegenover ter waarde van meer dan \$ 9.375 mrd. Netto beschouwd heeft de rest van de wereld vorderingen op de VS van ruim \$ 2.185 mrd. Dit is 22% van het Amerikaanse BBP.

Aan deze snelle erosie van de vermogenspositie liggen twee oorzaken ten grondslag. Ten eerste is daar het eerder genoemde grote en snel gegroeide tekort op de lopende rekening, dat jaarlijks tot een forse schuldpbouw leidt. Ten tweede wordt het beeld beïnvloed door het koersverloop van de Amerikaanse dollar. Als de dollar in waarde stijgt ten opzichte van bijvoorbeeld de euro, leidt dit vanuit de VS bezien tot een waardedaling van de bezittingen in Europa. Valutaschommelingen kunnen dus een deel van de eerder gesignaleerde verslechtering van de Amerikaanse vermogenspositie verklaren. Los daarvan is de trend echter overduidelijk, zoals blijkt in grafieken 4 en 5. De VS ontwikkelen zich tot een schuldenland van formaat. Daarbij is ook de netto-positie t.a.v. DBI inmiddels omgeslagen.

**Grafiek 5: Samenstelling netto vermogenspositie**



Bron: IMF

### Gevolgen voor de betalingsbalans

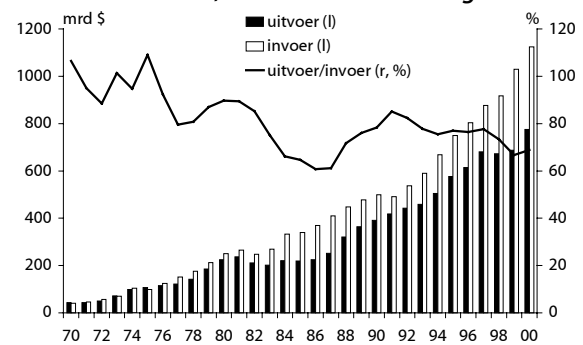
De erosie van de externe vermogenspositie, zoals die de afgelopen jaren is opgetreden, heeft weer een zelfstandige invloed op de betalingsbalans. Beleggers verwachten op hun geïnvesteerde vermogen een rendement te behalen. In geval van directe investeringen is het daarbij overigens geenszins zeker dat deze opbrengsten ook daadwerkelijk gerepatriëerd worden. Vaak worden winsten ingehouden en ter plaatse weer geher-investeerd. Op die manier komt het rendement op directe buitenlandse investeringen onvolledig tot uiting op de betalingsbalans.

Voor zover buitenlandse beleggingen rendement opleveren in de vorm van dividenden en/of rente-inkomsten, slaan zij neer op de lopende rekening van de betalingsbalans als "kapitaalopbrengsten".

De Verenigde Staten waren van oudsher altijd een netto-ontvanger van kapitaalinkomsten, zij het dat deze nooit meer dan enkele tientallen miljarden dollars bedroegen. In 1997 is deze balans echter omgeslagen en sindsdien betalen de VS netto meer aan rente en dividend aan het buitenland dan zij hiervandaan ontvangen. Het tekort op de lopende rekening, dat in het verleden volledig werd veroorzaakt door een groot handelstekort, wordt inmiddels dus ook gevoed vanuit de kapitaalopbrengstenbalans.

Ook op de handelsbalans, nog altijd de grootste boosdoener t.a.v. het tekort in het lopende verkeer, doet zich ondertussen een ongunstige ontwikkeling voor. De verhouding tussen de invoer en de uitvoer ligt inmiddels dermate hevig uit het lood, dat de Amerikaanse uitvoer minder dan 70% van de invoer beslaat. Zelfs al zou de uitvoer een stuk sneller groeien dan de invoer, dan kan dit toch niet voorkomen, dat het gat tussen invoer en uitvoer in eerste instantie nog een stuk groter wordt.

**Grafiek 6: Uitvoer, invoer en verhouding**



Bron: IMF

Overigens biedt de geschiedenis hier een handvat voor analyse. In de jaren tachtig verslechterde de verhouding tussen uitvoer en invoer eveneens zeer sterk. Toen op enig moment op de financiële markten het besef doorbrak dat het hierbij ontstane handelstekort uiteindelijk niet houdbaar zou zijn, trad een zeer scherpe depreciatie van de dollar op. De waarde van de Amerikaanse munt, die op zijn hoogtepunt bijna € 1,80 bedroeg, daalde in enkele

jaren tot onder de € 0,80 (berekend ten opzichte van de toenmalige guldenkoers). In de huidige notering zou dat een appreciatie van de euro betekenen van \$ 0,56 tot meer dan \$ 1,20.

De goedkope dollar leidde tot een forse groei van de Amerikaanse uitvoer, maar het herstel op de handelsbalans bleef desondanks uiterst bescheiden. Daarvoor lag de verhouding tussen in- en uitvoer al te ver uit het lood.

### ***Hoe kan deze ontwikkeling worden gekeerd?***

Het tempo waarin de externe positie van de VS inmiddels aan erosie onderhevig is kan niet onbeperkt doorgaan. Zelfs bij een gelijkblijvend tekort op de handelsbalans zou het tekort op de lopende rekening als gevolg van de oplopende rentelasten toch gestaag aangroeien, waarbij (uitgaande van een constante wisselkoers) nog vóór het jaar 2010 het netto buitenlands passief van de Verenigde Staten meer dan 50% van het BBP zou bedragen. Alleen al om te voorkomen dat de lopende rekening verder verslechtert, is derhalve een verbetering van de handelsbalans nodig.

Hoe kan het tekort op de handelsbalans fors worden teruggedrongen? Ten eerste kan dit door voor een langere tijd de invoergroei sterk af te remmen. Aangezien protectionisme uit den boze is, kan dat alleen door een lange periode van zwakke binnenlandse bestedingen. Die zou zonder twijfel doorwerken in een zwakke toename van de invoer. Dit zou kunnen bijdragen aan een forse verbetering van de handelsbalans.

Het is daarbij echter wel de vraag of een langdurige laagconjunctuur in de Verenigde Staten politiek aanvaardbaar is. De recente beleidsvoornemens van President Bush wijzen juist op een forse conjuncturele impuls, zowel door middel van hogere overheidsuitgaven als lagere belastingen. Het overheidssurplus dreigt daardoor als sneeuw voor de zon te verdwijnen. Als deze ontwikkeling niet volledig wordt gecompenseerd door hogere besparingen in de particuliere sector, zal het Amerikaanse spaartekort de komende tijd alleen maar groter worden.

Ten tweede zou een forse versnelling van de exportgroei kunnen helpen. Daarbij zou de groei van de uitvoer dan wel substantieel hoger moeten liggen

dan die van de invoer. Bij slechts een gering verschil in groeitempo tussen in- en uitvoer zal, gegeven de enorme discrepantie tussen beide grootheden, slechts weinig verbetering van het handelssaldo optreden. Tot voor kort gingen veel analisten er vanuit dat de investeringshousse van de afgelopen jaren na verloop van tijd zou leiden tot een fors hogere productie, die ook tot een versnelling van de exportgroei zou leiden. Inmiddels is duidelijk dat veel investeringen hebben geleid tot overcapaciteit. De extra productie zal dus in mindere mate optreden dan gehoopt, terwijl er inmiddels wel een stevige rekening aan schuld ligt.

### ***Gevolgen voor de Amerikaanse dollar***

Waarschijnlijk zal uiteindelijk een combinatie van beide mogelijkheden (contractie invoer, versnelling uitvoer) optreden, waarbij een fors lagere dollarkoers als katalysator zal optreden. Een goedkope dollar zal leiden tot een forse verbetering van de Amerikaanse concurrentiepositie. Dit zal de uitvoer ondersteunen en tegelijkertijd helpen om de invoergroei in te dammen.

Het tempo waarin de Amerikaanse externe positie verslechtert kan niet tot in lengte van dagen worden volgehouden. De externe positie van het land is anno 2002 veel zwakker dan in de jaren tachtig van de twintigste eeuw. Dit betekent ook, dat als het sentiment ten aanzien van de dollar eenmaal omslaat, de kapitaaluitstroom dermate omvangrijk kan zijn dat een heftige koersbeweging zeer waarschijnlijk is. Het is al met al een kwestie van tijd totdat de Amerikaanse dollar een koersdaling zal inzetten. Het is daarbij niet onwaarschijnlijk dat deze sterk zal lijken op eerdere periodes van dollarzwakte zoals wij die in de tweede helft van de jaren tachtig van de twintigste eeuw hebben gezien. Hoe langer de correctie in de externe waarde van de dollar op zich laat wachten, des te groter de kans dat deze correctie zich heftig en ongecontroleerd voltrekt.

Februari 2002

Wim Boonstra (030 - 2162629)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl