

Verenigde Staten

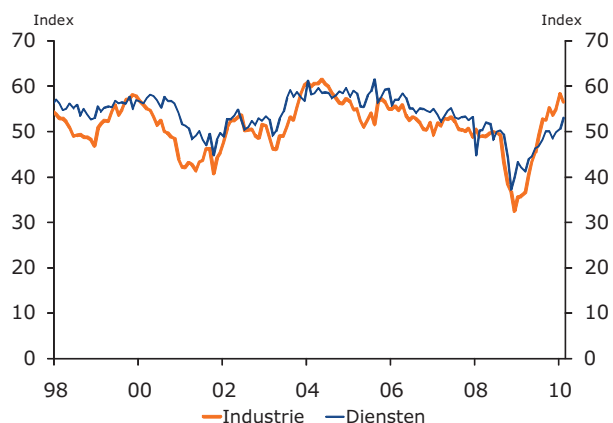
Puinruimen na de recessie

Ondanks een verwachte groeivertraging dit jaar lijkt het herstel van de Amerikaanse economie door te zetten. Dat biedt de overheid de mogelijkheid de overheidsfinanciën weer op orde te brengen. Behalve bezuinigingen lijken belastingverhogingen uiteindelijk onvermijdelijk. Dit zal ook leiden tot lagere economische groei op de lange termijn.

Groei neemt af, herstel zet door

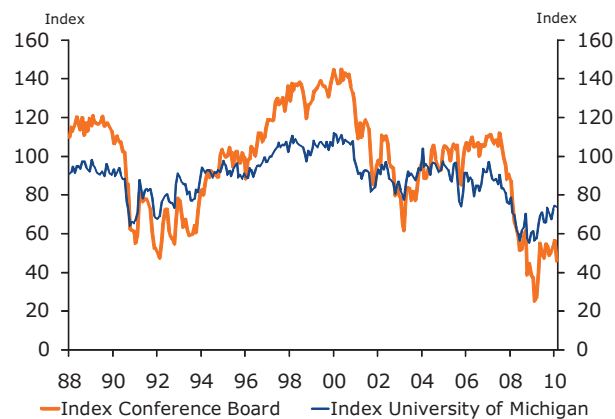
De Amerikaanse economie is halverwege 2009 uit een diepe recessie van anderhalf jaar geklommen en maakte in het laatste kwartaal van vorig jaar zelfs een groeispurt van maar liefst 5,9% volgens de tweede schatting. Voor een groot deel is deze groeispurt echter veroorzaakt door de broodnodige voorraadopbouw van bedrijven, na een langdurige krimp in de voorraden. Ook de bedrijfsinvesteringen namen weer toe, na vijf opeenvolgende kwartalen van krimp. De consumptiegroei en de groei van investeringen in woningen namen daarentegen af. Terwijl de Amerikaanse industrie weer op gang komt, ligt de huizenmarkt nog aan het infuus van de overheid en de centrale bank. De overheid is huizenkopers tegemoet gekomen met onder meer een belastingvoordeel voor starters op de woningmarkt, terwijl de Fed met een extreem lage beleidsrente en kwantitatieve verruiming de hypotheekrente in bedwang houdt. Desondanks maakt de huizenmarkt een lethargische indruk. Echt vreemd is dit niet als we in aanmerking nemen dat potentiële huizenkopers nog steeds worden geconfronteerd met een grote inkomensonzekerheid. De werkloosheid ligt nog steeds in de buurt van 10% van de beroepsbevolking. Afgaande op het patroon van de vorige twee recessies, zou het tot het derde kwartaal kunnen duren voor we een aanhoudende banengroei en reductie van de werkloosheid tegemoet kunnen zien. Dit zou huizenkopers meer lucht kunnen geven en een houdbaar herstel van de huizenmarkt bespoedigen. Tot die tijd moeten we rekening houden met een bescheiden groei van de consumptieve bestedingen en de investeringen in woningen. Bovendien zal het positieve effect van de voorraadopbouw van bedrijven op het

Figuur 1: Inkoopmanagersindices



Bron: Reuters EcoWin, ISM

Figuur 2: Consumentenvertrouwen



Bron: Reuters EcoWin, Conference Board, University of Michigan

Verenigde Staten

BBP in de loop van het jaar afnemen. Daarom verwachten we dat de economische groei in de loop van 2010 terugvalt. Toch lijkt de opleving wel door te zetten. Het bedrijfsleven laat een sterk herstel zien en snijdt niet meer op grote schaal in het personeelsbestand. Het herstel van de aandelenmarkten en huizenprijzen heeft de negatieve vermogenseffecten op de consumptie aanzienlijk verminderd. De lage beleidsrente en kwantitatieve verruiming door de Fed en het stabiliteitsplan van de overheid hebben het financiële systeem overeind gehouden en de kredietverlening aan bedrijven en consumenten op peil gehouden. Het gevaar van een deflatiespiraal waarin afnemende consumptie en dalende prijzen elkaar versterken, lijkt geweken.

Obama probeert begrotingstekort om te buigen

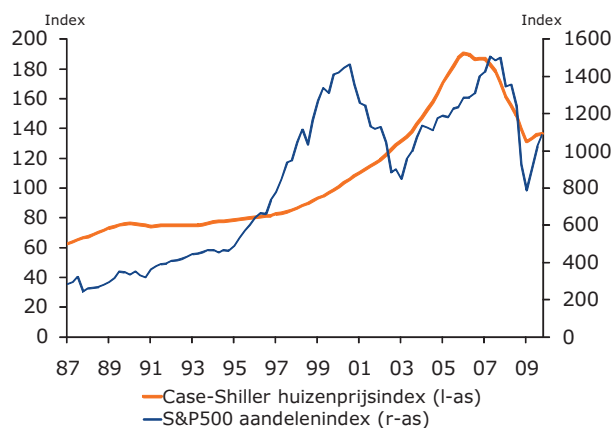
Nu de reële economie en de financiële sector lijken te zijn gestabiliseerd, moeten de enorme begrotingstekorten als gevolg van de steunmaatregelen weer worden afgebouwd. In februari presenteerde president Obama zijn budgetvoorstel voor het belastingjaar 2011 (oktober 2010-september 2011). Na een begrotingstekort van 9,9% van het BBP in 2009, zal dit in 2010 verder oplopen tot 10,6%. Maar in 2011 –als de economie weer voldoende is hersteld– wil Obama het mes in de overheidsuitgaven zetten. Een bevrozing van discretionaire niet-defensieuitgaven gedurende drie jaar en bezuinigingen op defensie na 2011 zouden het begrotingstekort moeten terugdringen tot 8,3% in 2011, 5,1% in 2012 en uiteindelijk 4,2% in het belastingjaar 2013 (het laatste belastingvoorstel van Obama's eerste presidentiële termijn)¹.

Bezuinigingsplannen lijken optimistisch

De ironie wil dat op dezelfde dag dat Obama zijn begrotingsvoorstel bekend maakte, het nieuws naar buiten kwam dat de Amerikanen hun defensie-

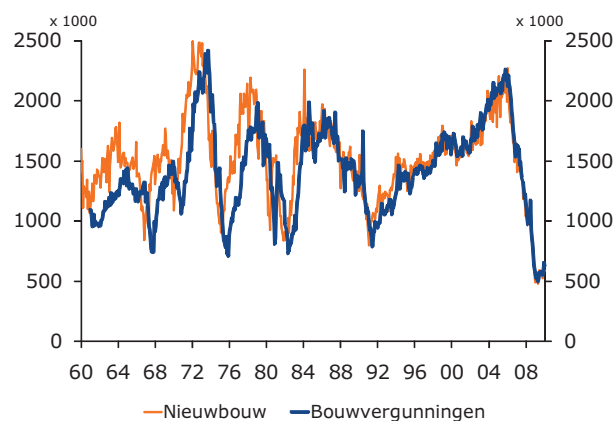
¹ Office of Management and Budget (2010), Budget of the U.S. Government, FY 2011

Figuur 3: Huizen- en aandelenprijzen



Bron: Reuters EcoWin, S&P

Figuur 4: Nieuwbouw en bouwvergunningen



Bron: Reuters EcoWin

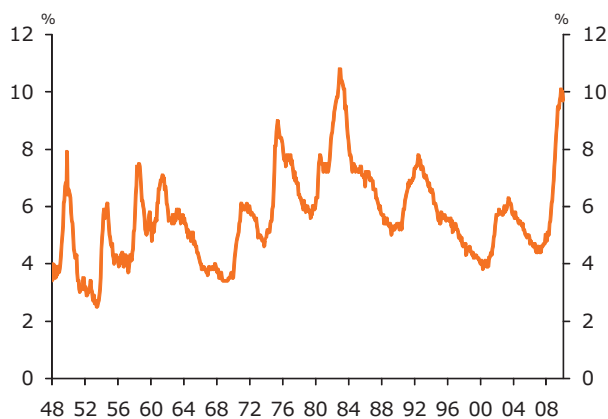
Verenigde Staten

inspanningen in de Golfregio wilden opschroeven in reactie op de halsstarrige houding van Iran. Structureel lagere defensieuitgaven vereisen echter een vergaande wijziging in het buitenlandse beleid van de VS. Tot op heden lijkt hier geen sprake van te zijn. De geplande bezuinigingen op defensie lijken daarom een element van 'wishful thinking' te bevatten. Maar zelfs als het de VS lukt in 2012 en 2013 in de defensieuitgaven te snoeien, dan zou het begrotingstekort nog steeds hoger uitkomen dan de 3,0% BBP die de meeste economen uiteindelijk als houdbaar zien, zeker voor een land dat in zijn geheel een stevig spaartekort kent. Het begrotingsvoorstel van Obama is dan ook aanmerkelijk minder ambitieus dan de plannen van Griekenland. Bovendien zijn de kosten van de bestrijding van de recessie niet het enige probleem voor de overheidsfinanciën. Een veel groter probleem vormen de oplopende kosten van de welvaartsstaat. De vergrijzing van de bevolking en de stijgende kosten van de gezondheidszorg drijven de kosten van programma's als Social Security (pensioenen en arbeidsongeschiktheid) en Medicare (gezondheidszorg) in de komende jaren sneller op dan de daarvoor bestemde loonbelastinginkomsten. Het kredietbeoordelingsagentschap Moody's was dan ook niet onder de indruk van het begrotingsvoorstel van Obama en gaf aan dat het voorstel een kleine stap is op weg naar een houdbaar niveau van de staatsschuld, maar dat meer nodig is om de Aaa-rating van het land te behouden.

Belastingverhogingen zijn onvermijdelijk

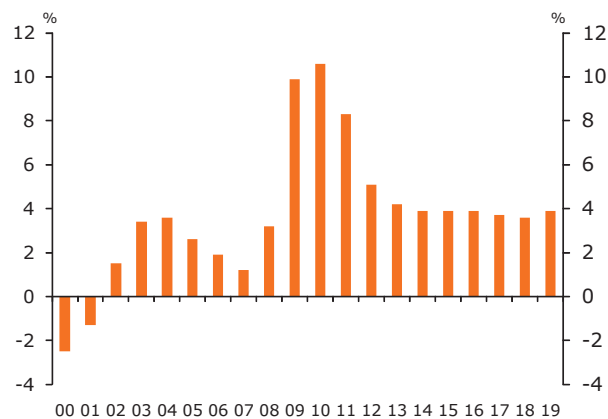
De mogelijkheden om te bezuinigen zijn echter beperkt. Uiteindelijk zullen de belastingen omhoog moeten. Het goede nieuws is dat de VS op dit vlak nog behoorlijk wat speelruimte heeft. De totale belastinginkomsten (inclusief lokale belastingen) bedroegen in 2007 slechts 28,3% van het BBP. In buurland Canada is dit al 33,3%, in het Verenigd Koninkrijk 36,6% en in Nederland 38,0%. Een verhoging van de belastingdruk in de VS tot het niveau van Canada zou dus –ceteris paribus– al voldoende zijn om in 2013 een begrotingsoverschot te

Figuur 5: Werkloosheid



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 6: Vertrouwen van de Amerikaanse consument



Bron: Congressional Budget Office

Verenigde Staten

creëren². Belastingverhogingen zouden bovendien kunnen bijdragen aan het oplossen van de structurele onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie. Het handelstekort van de Amerikaanse economie met de rest van de wereld is de keerzijde van het begrotingstekort van de overheid en het tekort aan besparingen in de particuliere sector.

Het huidige belastingstelsel in de VS is vooral gericht op het inkomen. Een belasting op consumptie zou echter de spaarzin van Amerikaanse consumenten kunnen aanwakkeren. Door zo'n maatregel kunnen tegelijkertijd het begrotingstekort en het spaartekort onder particulieren worden aangepakt, waardoor ook het handelstekort op beide fronten kan worden teruggedrongen². De politieke verhoudingen in de VS vormen voorlopig een belangrijk obstakel voor substantiële belastingverhogingen. Bovendien lijkt het draagvlak voor de broodnodige hervormingen vooralsnog te ontbreken in het Congres, waar Democraten en Republikeinen elkaar in een wurggreep houden. Vroeg of laat zullen belastingverhogingen echter onvermijdelijk zijn, omdat de kosten van programma's als Social Security en Medicare de komende jaren uit de pan gaan rijzen. Hogere belastingen zullen natuurlijk in eerste instantie wel tot een lagere economische groei leiden, maar dat geldt ook voor de hogere kapitaalmarktrentes die beleggers in schatkistpapier zullen eisen als de Amerikaanse begroting niet op orde wordt gebracht. In het geval van belastingverhogingen is er tenminste sprake van een duurzame groei, terwijl een gebrek aan begrotingsdiscipline uiteindelijk kan leiden tot een volgende financiële crisis.

Opwaarts potentieel kapitaalmarktrentes

De zorgen over de begrotingsperikelen in de VS zijn het afgelopen jaar bij verschillende marktpartijen opgelopen. Met name de Chinezen, die op grote schaal Amerikaans schatkistpapier hebben opgekocht, stellen het onderwerp regelmatig aan de orde. Vooralsnog heeft dat niet geleid tot een sterk oplopende rente op Amerikaans schatkistpapier. Voorlopig houdt de fragiliteit van het economisch herstel de kapitaalmarktrentes in bedwang. Sinds juni 2009 maakt de 10-jaars rente op schatkistpapier zijwaartse bewegingen tussen de 3,1% en 4,1%, na een scherpe stijging van het dieptepunt van 2,1% in december 2008. Het begrotingstekort is echter een probleem dat boven de Amerikaanse kapitaalmarkt zal blijven hangen en vormt een belangrijke bron van opwaarts potentieel in de renteniveaus. Maar ook als de begrotingsperikelen niet uit de hand lopen, verwachten wij dat de kapitaalmarktrente in de VS in de loop van het jaar zal gaan oplopen als de eerste beleidsrenteverhogingen door de Fed naderbij komen, zodra de economie hier in de ogen van de centrale bank sterk genoeg voor is.

² Bron: OECD (2008), Revenue Statistics 1965-2007. Uiteraard is de ceteris paribus clause niet realistisch, maar dit cijfervoorbeeld beoogt te illustreren dat de benodigde tekortreductie niet onoverkomelijk is als we naar de speelruimte voor belastingverhoging kijken.

³ C. Fred Bergsten, The Next Financial Challenge. Why Washington must reduce deficits, balance the budget, and embrace a declining dollar- or face another crisis. Foreign Affairs, p.20-38, November/December 2009.

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com