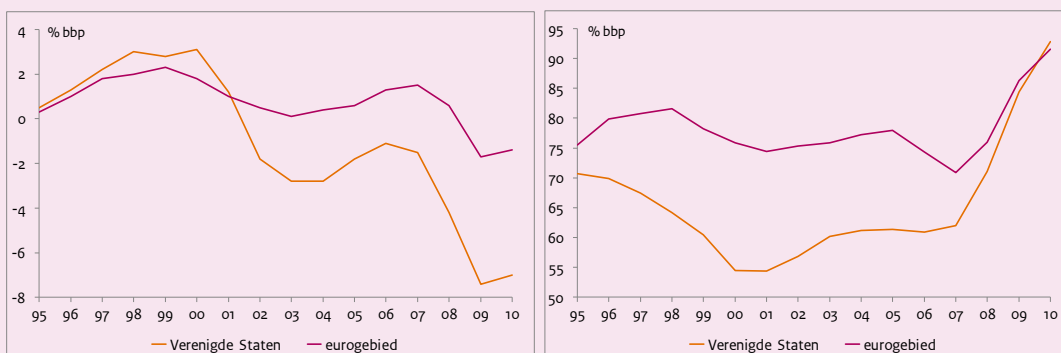


Amerikaans overheidspapier: AAA?

De kredietcrisis werpt een lange schaduw over de financiën van de publieke sector. Overheden in veel landen in het Westen zijn de komende jaren genoodzaakt hun begrotingstekorten terug te dringen, nu die recordhoogten hebben bereikt. De ernst van de problemen loopt van land tot land sterk uiteen. Voor het eurogebied als geheel was het tekort van 6½% bbp in 2010 kleiner dan voor de VS (10½% bbp), terwijl de schuld zich op een vergelijkbaar (hoog) niveau bevindt. De overheidsfinanciën van Japan staan er aanzienlijk slechter voor met een schuld van 200% bbp en zwakke groeivoorzichten. Dat desondanks in het eurogebied een schuldencrisis is uitgebroken, komt door de structurele zwakte van Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje en de problematische architectuur van de EMU. In het eurogebied wordt de buikriem aangehaald, maar de Japanse en Amerikaanse overheid zetten in 2011 hun expansieve beleid voort. Recent is de *credit rating* van Japan verlaagd. Is Amerikaans overheidspapier wel een *safe haven*? (a)

Structureel primair surplus (links) en bruto overheidsschuld (rechts), eurogebied en Verenigde Staten



De houdbaarheid van de overheidsschuld voor de korte termijn wordt vaak beoordeeld op basis van de mogelijkheden om de schuld als percentage van het bbp te stabiliseren. De sleutelvariabele hiervoor is het overschot op de overheidsbegroting vóór aftrek van te betalen rente – het primaire surplus. Dit overschot moet – gemiddeld over een langere periode – voldoende hoog zijn om het vertrouwen van financiers te behouden. Om de schuldquote van het ene op het andere jaar stabiel te houden is een primair surplus nodig als percentage van het bbp dat bij benadering gelijk is aan het product van de schuldquote en het verschil van reële rente en de reële groeivoet van het bbp. Bij een bruto schuld van 100%, een structureel primair tekort van 7%, een reële groeivoet van 2½% en een reële rentevoet in dezelfde orde van grootte moeten de Verenigde Staten een primair saldo van 0% bbp bereiken, ofwel een budgettaire aanpassing (belastingverhogingen en/of uitgavenverlagingen) van 7%-punt bbp. Daarbij is overigens nog geen rekening gehouden met de sterke groei van de overheidsgefinancierde zorg, de gevolgen van een vergrijzende bevolking en het buiten de boeken houden van de zeer verliesgevende hypotheekportefeuille van Fannie Mae en Freddie Mac.

Waarom verlangen financiers geen hogere risicopremie (inflatierisico en *default* risico) op Amerikaans overheidspapier en heeft de Verenigde Staten nog steeds de hoogste (AAA) rating? De Amerikaanse rentevoet profiteert van de positie van de dollar als internationale reservevaluta. Bovendien heeft de Amerikaanse overheid een reputatie van het nakomen van haar verplichtingen en een belastingbasis (omvang van het bbp) om deze gestand te doen. De positie van de dollar als reservevaluta staat echter onder druk door de opkomst van de euro en de renminbi. En absoluut veilige beleggingen bestaan niet. Tenzij de Verenigde Staten binnen afzienbare tijd overgaan tot een aanzienlijke budgettaire sanering, zal zij – net als het eurogebied en Japan – te maken krijgen met de tucht van de markt.

(a) Zie Economische en Monetaire Unie in zwaar weer, hoofdstuk 5 van *Macro Economische Verkenning 2011*; W. Buiters, *Sovereign debt problems in advanced industrial Countries*, Citi Economics, april 2010, W. Buiters, *The debt of nations*, Citi Economics, januari 2011; Congressional Budget Office, *Federal debt and the risk of a fiscal crisis*, juli 2010.