

Verenigde Staten

De lange weg terug

Twee jaar na de recessie kampt Amerika nog steeds met een hoge werkloosheid en is de politiek hevig verdeeld over de sanering van de uit het lood geslagen overheidsfinanciën. Voor de centrale bank lijkt er weinig anders op te zitten dan de geldkraan open te houden.

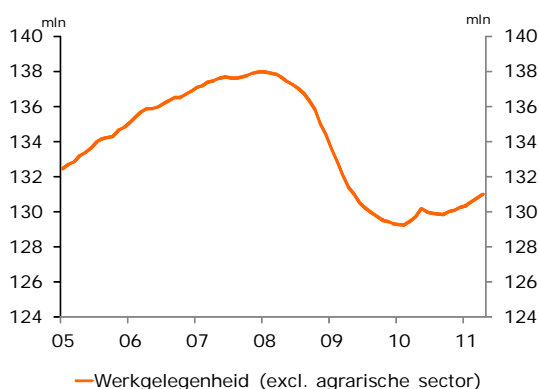
Twee jaar later

Het is inmiddels alweer twee jaar geleden dat Amerika uit de zwaarste recessie sinds de Grote Depressie klom. Sindsdien groeit de economie aanhoudend en ligt het BBP inmiddels boven het niveau van voor de recessie. De schade aan de arbeidsmarkt, de huizenmarkt en de overheidsfinanciën is echter nog lang niet hersteld.

De banengroei is niet minder dan na de twee voorgaande recessies (1990-1991 en 2001), maar in de recessie van 2008-2009 was het banenverlies aanmerkelijk groter. Van de 8,7 miljoen banen die als gevolg van de recessie verloren gingen, zijn er nu 1,5 miljoen teruggekomen. Dit aantal zou genoeg zijn geweest om het banenverlies van de recessie van 1990-1991 goed te maken en meer dan de helft van het verlies van de recessie van 2001, maar nu zijn we nog niet eens op een vijfde van de af te leggen weg. Bijgevolg is de werkloosheid nog steeds hoog en een bron van zorg voor consument en potentiële huizenkoper.

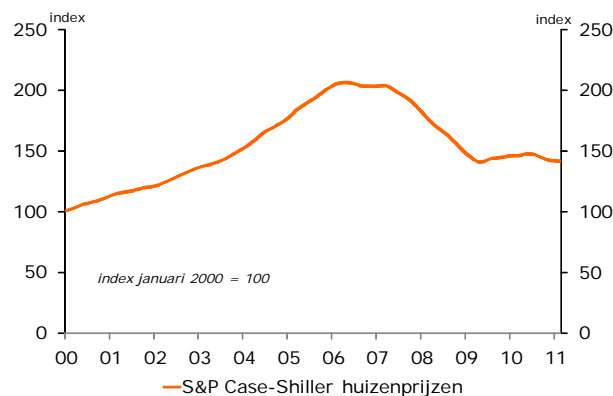
Terwijl de arbeidsmarkt in ieder geval op de lange weg terug is, zit er nog steeds weinig leven in de huizenmarkt. In het eerste kwartaal zagen we zelfs weer een krimp in de investeringen in woningen en het vertrouwen onder huizenbouwers blijft ook in het tweede kwartaal laag. Als gevolg van het enorme aanbodoverschot is er weinig reden om te bouwen en liggen de huizenprijzen 31% onder hun piek van april 2006, waardoor de vermogenspositie van consumenten nog steeds is aangetast. Bovendien wordt de arbeidsmobiliteit belemmerd omdat werkzoekende huiseigenaren hun huis liever niet met verlies verkopen om een baan in een andere regio te accepteren. De huizenmarkt is daarom een blok aan

Figuur 1: Banenverlies nog lang niet ingelopen



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Weinig leven in de huizenmarkt

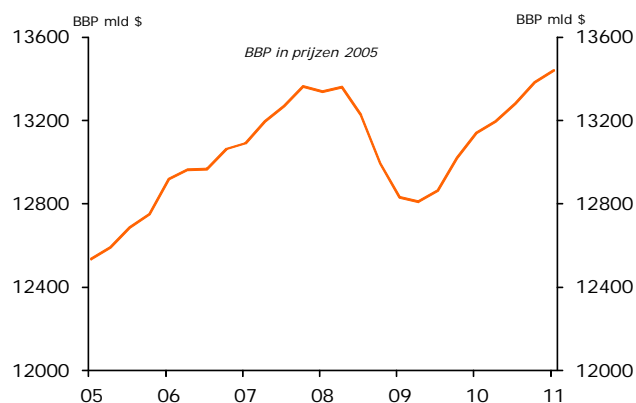


Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

het been van de economie. Ook de ontwikkeling van de overheidsuitgaven remt het herstel. Deze krompen zowel in het laatste kwartaal van 2010 als in het eerste kwartaal van 2011. De komende jaren kunnen we verdere bezuinigingen te

Figuur 3: Activiteit hersteld, groei valt terug



Bron: Reuters EcoWin

gemoet zien, omdat de overheidsfinanciën zowel op nationaal als op lokaal niveau onder druk staan. We zullen straks uitgebreid ingaan op het Amerikaanse begrotingstekort.

Niet alleen gaat het nog jaren duren voordat de schade van de recessie is hersteld, maar ook is het groeitempo in 2011 weer teruggelopen, mede door de sterk opgelopen grondstoffenprijzen. De economische groei in de VS nam af van 3% in het laatste kwartaal van 2010 tot 2% in het eerste kwartaal van 2011. De particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen groeiden minder hard, terwijl de investeringen in woningen en de overheidsuitgaven in het eerste kwartaal zelfs krompen.

De cijfers voor april en mei suggereren dat de economische groei ook in het tweede kwartaal beneden trend zal blijven. We verwachten echter dat het groeitempo in de tweede helft van het jaar weer aantrekt, waardoor we in onze raming voor 2011 toch nog op 2¾% groei uitkomen. Het bedrijfsleven staat er na harde saneringen weer goed voor en zal zijn productiecapaciteit naar verwachting steeds verder gaan opvoeren door investeringen in bijvoorbeeld machines en nieuw personeel. De geleidelijke afname van de werkloosheid zal consumenten en potentiële huizenkopers een zet in de rug geven. Wij verwachten dan ook dat de Amerikaanse economie in 2012 in reële termen met 3¼% zal groeien.

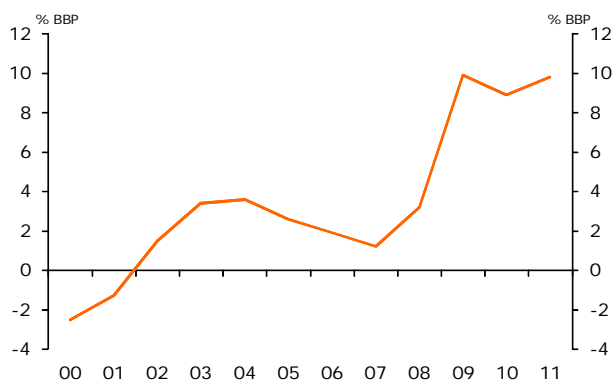
Amerika krijgt gele kaart

In april hebben aanhoudende zorgen over het uit het lood geslagen huishoudboekje van de Amerikaanse overheid eindelijk geleid tot de eerste officiële waarschuwing van kredietbeoordelaar S&P. Dit betekent dat er een kans is van tenminste 1/3 dat Amerikaans schatkistpapier de komende twee jaar zijn AAA-status verliest. Het was echter niet de omvang van het huidige en de verwachte begrotingstekorten die S&P ertoe bracht de trekker over te halen. De directe aanleiding was het gevecht om de begroting van het lopende fiscale jaar, waardoor de Amerikaanse overheid begin april bijna haar deuren moest sluiten. Hoewel beide partijen op de valreep tot een compromis kwamen, bleek uit het moeizame onderhandelingsproces dat Democraten en Republikeinen fundamenteel verschillende visies hebben op het saneren van de overheidsfinanciën en bereid zijn hun standpunten met alle middelen en tot het laatste moment te verdedigen. Hoewel het begrotingstekort is geëxplodeerd door de recessie en de steunmaatregelen van de overheid, ligt het echte probleem bij de betaalbaarheid

Verenigde Staten

van de Amerikaanse verzorgingsstaat. Ramingen van het Congressional Budget Office laten zien dat het begrotingstekort de komende jaren eerst zal dalen doordat de steunmaatregelen aflopen. Daarna gaat het tekort echter weer geleidelijk oplopen omdat de inkomsten uit de

Figuur 4: Begrotingstekort geëxplodeerd



Bron: Congressional Budget Office

loonbelasting voor Social Security en Medicare steeds verder gaan achterlopen op de uitgaven voor de vergrijzende bevolking. Dit probleem was al ver voor de recessie bekend, maar sinds president Clinton heeft de Amerikaanse politiek zich gericht op andere prioriteiten.

Loopgravenoorlog op Capitol Hill

Inmiddels is het belang van fikse bezuinigingsmaatregelen doorgedrongen tot beide partijen op Capitol Hill. Democraten en Republikeinen hebben echter tegengestelde oplossingen voor ogen. De Democraten willen de verzorgingsstaat handhaven en zijn bereid de belastingen te verhogen. De Republikeinen zijn daarente-

gen van plan de verzorgingsstaat flink in te krimpen en denken op deze manier ook de belastingen nog te kunnen verlagen. Deze patstelling kan nog jaren duren, omdat de partijen de macht moeten delen. Hoewel de Republikeinen in de tussentijdse verkiezingen eind vorig jaar de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben veroverd, lijken de kansen van president Obama op een tweede ambtstermijn te zijn gestegen na de succesvolle actie tegen Bin Laden. Inmiddels is de volgende slag op Capitol Hill aan de gang over de leenlimiet voor het ministerie van Financiën, die halverwege mei bereikt werd. Met kunst- en vliegwerk kan het ministerie een 'default' naar verwachting tot 2 augustus uitstellen en tot die tijd kunnen Democraten en Republikeinen weer een veldslag leveren om de toekomst van de Amerikaanse verzorgingsstaat. Of misschien kiezen ze voor een wapenstilstand, waarbij de echt belangrijke beslissingen tot na de presidentsverkiezingen van 2012 worden uitgesteld. In dat geval wordt kostbare tijd verspild, terwijl de staatsschuld verder oploopt. Tenzij de Amerikaanse kiezer besluit om een van de twee partijen zowel het Witte Huis als Capitol Hill te geven, zijn er op de lange termijn eigenlijk maar twee mogelijkheden: een compromis over de inrichting van de verzorgingsstaat of doorvechten tot het bittere einde. In het eerste geval zullen gematigden binnen beide partijen leiderschap moeten tonen en de druk van de vleugels van de eigen partij moeten weerstaan. In het laatste geval laat S&P het waarschijnlijk niet bij een waarschuwing en komt een Amerikaanse staatsschuldencrisis dichterbij.

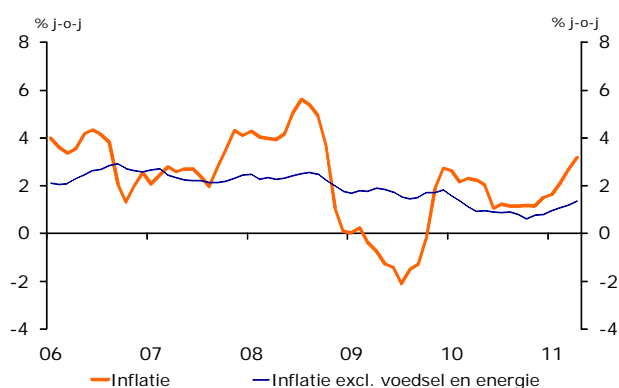
Bernanke ziet nog wel speelruimte

Nu er geen ruimte meer is in het begrotingsbeleid om het economisch herstelproces te ondersteunen, is de Amerikaanse economie volledig aangewezen op

Verenigde Staten

monetair beleid. Het duale mandaat van de Fed biedt hiertoe ook de nodige ruimte; de Amerikaanse centrale bank wordt niet alleen geacht de prijsstabiliteit te bewaken, maar ook de werkgelegenheid te bevorderen. Hoewel de inflatie ook in de VS inmiddels flink is opgelopen (tot 3,2% in april), gaat de Fed ervan uit dat dit slechts een tijdelijk effect is van de sterke stijging van de prijzen van grondstoffen in de afgelopen twaalf maanden. De prijs van een vat Brent-olie steeg van \$ 69,60 in februari 2010 tot \$ 126,74 in april 2011, bijna een verdubbeling. De kans dat dit tempo het komende jaar aanhoudt, is klein, zeker nu het groeitempo van de wereldeconomie is afgenomen. Als deze prijzen stabiliseren of in een lager tempo doorstijgen, zal naar verwachting ook de inflatie weer afnemen. In mei hebben we zelfs een daling van de olieprijs gezien. Het gevaar van een loon-prijsspiraal lijkt ook niet groot in de VS; de werkloosheid is nog steeds hoog (9,0% in april), de kerninflatie loopt maar geleidelijk op en is nog steeds laag (1,3% in april) en de stijging van de inflatieverwachtingen is binnen de perken gebleven. Zolang het inflatiegevaar beperkt lijkt voor de VS, kan de Fed de economie ondersteunen met een lage beleidsrente. Het extreem lage niveau van dit moment (een 'target zone' van 0,00% tot 0,25%) lijkt echter overdreven, nu de recessie twee jaar achter ons ligt en het gevaar van een deflatiespiraal geweken is. In november 2010 begon de Fed nog aan een tweede ronde van kwantitatieve verruiming, omdat de kerninflatie steeds verder wegzakte (in oktober werd met 0,6% het dieptepunt van 2010 bereikt). Inmiddels is deflatie van de radar en verdrongen door inflatie. De tweede ronde van kwantitatieve verruiming loopt eind juni af en daarmee komt de exit-strategie opnieuw (net als een jaar geleden) in het vizier. De Fed lijkt geen haast te maken met een terugkeer van de beleidsrente naar 'normale' niveaus; we verwachten de eerste renteverhoging dan ook pas in het tweede kwartaal van 2012. Speculaties over de eerste renteverhoging zullen de kapitaalmarktrentes al in de loop van 2011 gaan opstuwten. Daarnaast dragen de perikelen rond de overheidsfinanciën en een geleidelijke stijging van de kerninflatie als gevolg van het aanhoudende economisch herstel naar verwachting bij aan de opwaartse druk.

Figuur 5: Tijdelijk hogere inflatie



Bron: Reuters EcoWin

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

Tabel 1: Kerngegevens

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	2,9	2¾	3¼
Particuliere consumptie	1,7	3	3
Overheidsconsumptie	0,9	-¼	1
Investeringen	3,9	4¾	6½
Uitvoer goederen en diensten	11,7	7½	7
Invoer goederen en diensten	12,6	4½	4¾
Consumentenprijzen	1,6	3	2
Werkloosheid (%)	9,6	8¾	8½
Begrotingssaldo (% BBP)	-10,6	-9½	-6¾
Staatsschuld (% BBP)	88,7	94½	96

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank