

# Verenigde Staten

## Fed duwt aan een touwtje

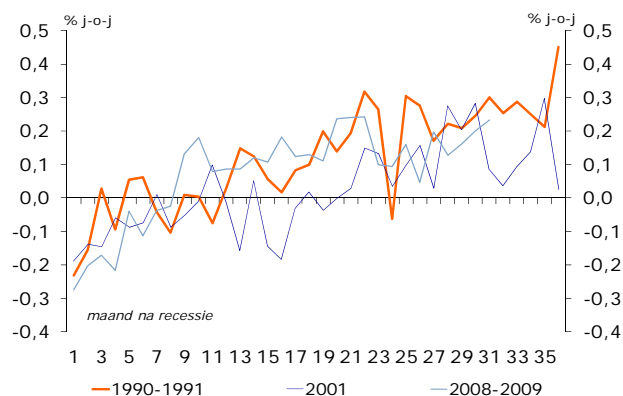
*De Amerikaanse economie weet wederom een dubbele dip te omzeilen, maar het gaat desondanks nog jaren duren voordat de werkloosheid terug is op een acceptabel niveau. Nu de overheid moet bezuinigen, is het vooral de centrale bank die het herstelproces probeert te ondersteunen met extreem ruim monetair beleid. Gezien de historisch lage kapitaalmarktrentes is het effect hiervan echter beperkt.*

### De lange weg terug

De Amerikaanse economie is het nieuwe jaar goed begonnen met een werkgelegenheids groei van 243.000 banen in januari. Hoewel dit cijfer met veel enthousiasme werd ontvangen door de financiële markten, is het nog altijd geen garantie voor een voorspoedig herstel. Eenzelfde voorspoedige start zagen we bijvoorbeeld vorig jaar. In de periode februari-april 2011 groeide de werkgelegenheid met gemiddeld 239.000 banen per maand, maar in mei viel de banenmotor –voornamelijk onder invloed van de sterk opgelopen olieprijs– terug naar 54.000. Eind juli begon deze terugval steeds meer op een ‘dubbele dip’ te lijken en gingen de aandelenmarkten keihard onderuit. De afwaardering van de VS door kredietbeoordelaar S&P en de schulden crisis in de eurozone deden het vertrouwen evenmin goed. Het duurde uiteindelijk tot september voordat de banenmachine weer op gang kwam. Eén zwaluw maakt overduidelijk nog geen zomer.

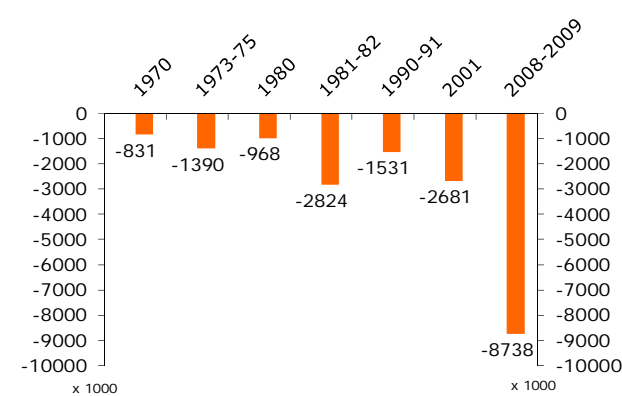
Ook als we verder terugkijken, moeten we concluderen dat de werkgelegenheid zich doorgaans grillig gedraagt gedurende het herstel van een recessie. Figuur 1 toont dit aan de hand van de banengroei in de private sector (% maand-op-maand) in de maanden na de laatste drie recessies, die van 1990-1991, 2001 en 2008-2009. Merk op dat de werkgelegenheidsontwikkeling in de private sector zich na de Grote Recessie van 2008-2009 niet afwijkend gedraagt van de voorgaande twee recessies. Ook de recessies van 1990-1991 en 2001 werden gevolgd door een periode van aanhoudend banenverlies (‘banenloos herstel’) en toen de banenmachine weer op gang was gekomen, haperde deze regelmatig. In dat opzicht verloopt het herstel dus niet anders.

**Figuur 1: Werkgelegenheids groei normaal ...**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

**Figuur 2: ... maar banenverlies deze keer groter**



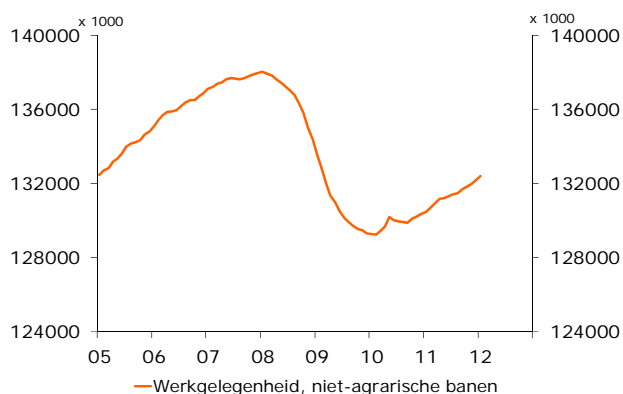
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Verenigde Staten

Wel wezenlijk anders ten opzichte van het verleden is dat het gat in de werkgelegenheid dat gedicht moet worden nu een stuk groter is. De Grote Recessie kostte maar liefst 8,7 miljoen banen, ten opzichte van respectievelijk 1,5 miljoen en 2,7 miljoen in de recessies van 1990-1991 en 2001 (figuur 2). Het herstel van de Grote Recessie heeft tot nu toe pas 3,2 miljoen banen gecreëerd. Dat was dus in de vorige twee recessies voldoende voor volledig werkgelegenheids Herstel, terwijl we daarvoor nu nog 5,5 miljoen banen hebben te gaan (figuur 3). Bovendien gaat het met het huidige hersteltempo, dat dus vergelijkbaar is met het verleden, nog ruim 40 maanden duren voordat het banenverlies is goedgeemaakt; dit brengt ons in mei 2015.

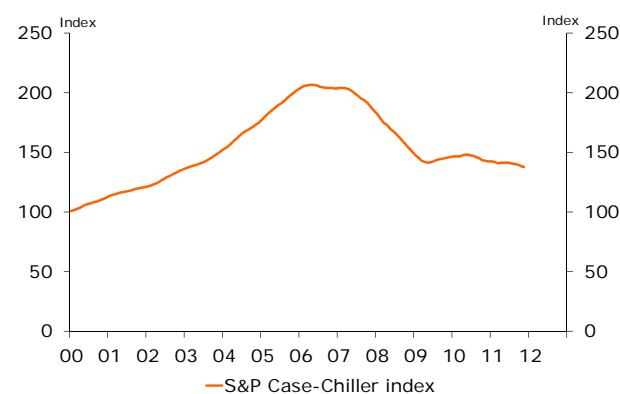
Uiteraard is een voorspoediger herstel mogelijk, maar alleen als de economie naar een hoger groeitempo kan doorschakelen. Dit zal naar onze verwachting in 2012 in elk geval niet gebeuren. Consumenten, bedrijven en de overheid worstelen namelijk nog met dezelfde problemen als in 2011. De huizenprijzen (figuur 4) liggen 33% beneden hun piek van april 2006 en dalen nog steeds. Consumenten zijn hun uit het lood geslagen huishoudboekje nog steeds op orde aan het brengen, maar dit gaat natuurlijk ten koste van de bestedingen. De overheidsbestedingen krompen in 2011, terwijl de federale overheid nog maar aan het begin staat van noodzakelijke bezuinigingen. De kracht zit in het bedrijfsleven, mede door de keiharde sanering tijdens en vlak na de recessie. In het laatste kwartaal van 2011 nam het groeitempo van de bedrijfsinvesteringen echter sterk af, mede als gevolg van onzekerheid over de Europese schulden crisis. Als de crisis uit de hand loopt en banken uit de kernlanden van de eurozone in de problemen komen, heeft dat namelijk ook zijn weerslag op Amerikaanse banken. Dit zou het Amerikaanse financiële systeem opnieuw onder druk kunnen zetten. De problemen bij de huishoudens en de overheid hebben hun weerslag gehad op het BBP-groeitempo dat afnam van gemiddeld 3,5% voor de recessie tot 3,0% in 2010 en 1,7% in 2011. Voor 2012 verwachten we per saldo dezelfde groei als in 2011 van rond 1¾%.

**Figuur 3: Banengat nog niet gedicht ...**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: ... en huizenvermogen verder onder druk**



Bron: Reuters EcoWin

# Verenigde Staten

---

## **Sanering overheidsfinanciën uitgesteld tot na verkiezingen**

Het jaar staat in het teken van de verkiezingen waarbij Amerika in november zowel de president kiest als een geheel nieuw Huis van Afgevaardigden en een vervanging van een derde van de Senaat. In Washington lijken Republikeinen en Democraten tot die tijd alle belangrijke beslissingen voor zich uit te schuiven. Van begrotingsbeleid of het aanpakken van de ongezonde overheidsfinanciën zal in 2012 dus waarschijnlijk weinig terechtkomen. En de uitdagingen zijn groter dan alleen het begrotingsgat dichten dat door de Grote Recessie is geslagen, want dat de Amerikaanse verzorgingsstaat onbetaalbaar wordt, was bijvoorbeeld al lang bekend.

Deze uitdagingen worden inmiddels ook wel onderkend door de politiek, maar de twee partijen blijven het fundamenteel oneens over de aanpak ervan. De Democraten willen de huidige verzorgingsstaat zoveel mogelijk intact laten en kiezen voor een mix van (niet te diepe) bezuinigingen en belastingverhogingen. De Republikeinen willen de verzorgingsstaat juist op de schop nemen, flink bezuinigen (maar bij voorkeur niet op defensie) en voelen weinig voor belastingverhogingen. Een compromis bleek in 2011 niet haalbaar en de loopgravenoorlog op Capitol Hill kostte Amerika in augustus de AAA-status bij kredietbeoordelaar S&P. Een politieke oplossing lijkt onder de huidige omstandigheden alleen mogelijk als één partij alle machtscentra in handen krijgt: het Witte Huis, de Senaat en het Huis van Afgevaardigden. Voorlopig is het laatstgenoemde machtscentrum in handen van de Republikeinen en in de andere twee zijn de Democraten de baas. Als na de verkiezingen tenminste één machtscentrum in handen van de andere partij blijft, zal het politieke touwtrekken voortduren. Of een snelle eenzijdige oplossing ook een goede is, valt nog te bezien. In een compromisvoorstel zal er eerder gelijktijdig worden gesneden in de onbetaalbare stokpaardjes van beide partijen, de verzorgingsstaat (Democraten) en defensie (Republikeinen). Een vrijwillig compromis lijkt echter ver weg, maar het is niet ondenkbaar dat dit alsnog afgedwongen gaat worden door de financiële markten. Tenslotte zijn de Amerikaanse overheidsfinanciën ongezonder dan die van bijvoorbeeld de eurozone (als geheel). Eens zal de eurocrisis ten einde komen en het wordt interessant hoe de financiële markten in afwezigheid van de Europese bliksemafleider naar de Amerikaanse kredietwaardigheid gaan kijken.

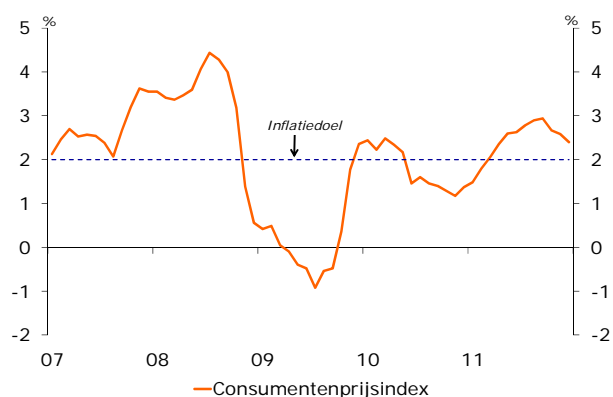
## **Pompen of verzuipen**

Hoewel de Amerikaanse economie twee jaar op rij een dubbele dip heeft weten te omzeilen, gaat het nog jaren duren voordat de werkloosheid terug is op een acceptabel niveau. Nu de overheid moet bezuinigen, en in elk geval niet verder kan stimuleren, is het vooral de centrale bank die het economische herstelproces probeert te ondersteunen met extreem ruim monetair beleid. Tijdens de beleidsraadsvergadering van eind januari deed de Fed er nog een schepje bovenop door de toezegging te doen de beleidsrente op een buitengewoon laag niveau te houden tot tenminste de laatste maanden van 2014. Eerder liep deze toezegging tot

# Verenigde Staten

tenminste medio 2013. De Fed maakt zich weinig zorgen over inflatie (op korte termijn terecht, hoewel er op de lange termijn risico's kleven aan het kwantitatieve verruimingsbeleid) en verwacht bescheiden economische groei. Bovendien

**Figuur 5: Geen acute inflatiezorgen**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

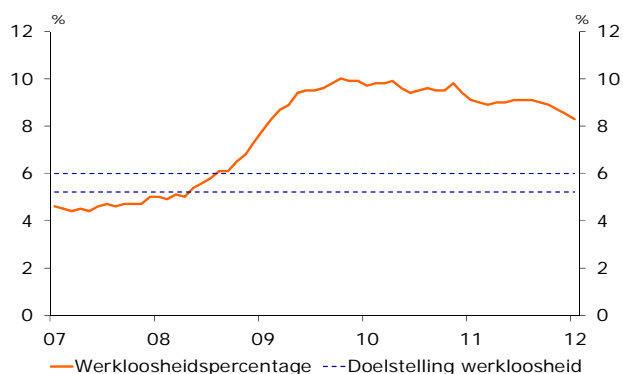
is de centrale bank beducht voor de neerwaartse risico's voor de Amerikaanse economie die kleven aan de schulden crisis in de eurozone.

Tijdens de vergadering van eind januari werd ook de langetermijnstrategie van de Fed op papier gezet. Naast een expliciete inflatiedoelstelling van 2,0% (voor wat betreft de prijsstijging van de private consumptieve bestedingen) werd een impliciete werkloosheidsdoelstelling geformuleerd. Hoewel men op deze laatste geen expliciet getal plakte, heeft de beleidsraad aangegeven dat het werkloosheidsdoel in de bandbreedte van 5,2%–6,0% ligt. Nu de Fed voor het eerst in haar geschiedenis deze doelstellingen heeft gekwantifi-

ceerd, kunnen we de prognoses van de beleidsraad hieraan toetsen. De inflatie komt dit jaar naar verwachting uit in een bandbreedte van 1,4%–1,8% en stijgt daarna maar langzaam tot 1,6%–2,0% in 2014. De meerderheid van de beleidsraad verwacht derhalve dat de inflatie onder het gestelde doel blijft. De werkloosheid daalt niet verder dan tot in een bandbreedte van 6,7%–7,6% in 2014, ruim boven de impliciete doelstelling.

Hiermee ligt de weg open voor verdere monetaire verruiming. Op dit moment ligt de inflatie nog op 2,4% (prijsindex van de private consumptieve bestedingen), maar als deze in de loop van het jaar onder de 2,0% duikt en het herstel valt weer eens tegen, dan komt een derde ronde van kwantitatieve verruiming ('QE3') bovenaan de agenda van de beleidsraad. De effectiviteit van QE3 zal echter beperkt zijn; tenslotte zijn de kapitaalmarktrentes al bijzonder laag.

**Figuur 6: Werkloosheid haalt doel niet**



Bron: Reuters EcoWin, Fed, Rabobank

**Tabel 1: Kernegevens Verenigde Staten**

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,7	1¾	2
Particuliere consumptie	2,2	1¾	2
Overheidsconsumptie	-1,2	-2½	-1¼
Investerings	6,6	6¼	5
Uitvoer goederen en diensten	6,8	4½	6½
Invoer goederen en diensten	5,0	3½	3¾
Consumentenprijzen	3,0	1¾	1¾
Werkloosheid (%)	9,0	8¼	7¾
Begrotingssaldo (% BBP)	-9,7	-8¼	-6¾

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com