

# Verenigde Staten

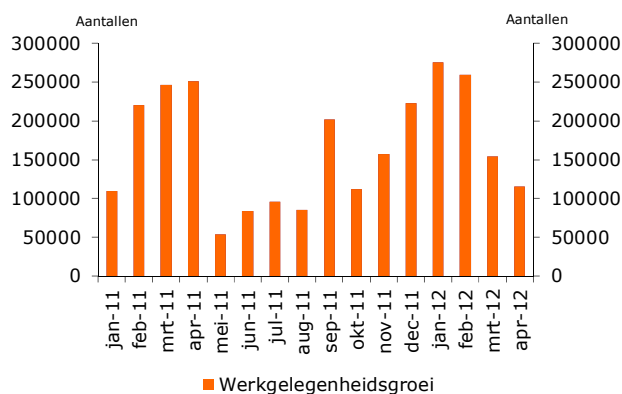
## Amerika ploetert door

*De Amerikaanse economie groeit ononderbroken sinds medio 2009, maar het tempo laat te wensen over. De werkloosheid ligt daarom nog ruim boven het langetermijngemiddelde. Voor Obama betekent dit dat zijn herverkiezing in gevaar is. Voor Bernanke kan dit de rechtvaardiging zijn voor verdere stimuleringsmaatregelen.*

### De valse start van 2012

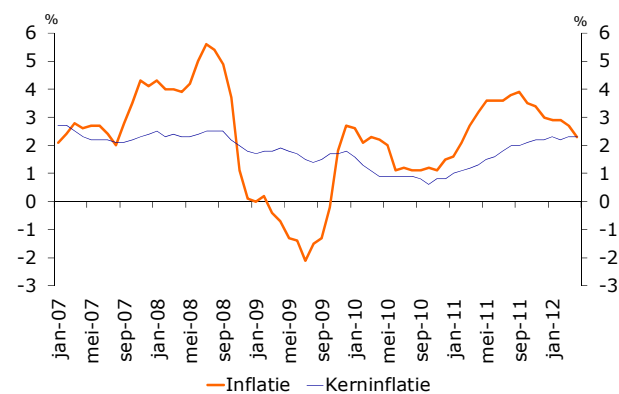
Zoals we in het vorige kwartaalbericht al opmerkten, was de sterke werkgelegenheids groei in januari geen garantie voor een voorspoedig herstel. In februari volgde nog één mooi banengroei cijfer, maar in maart en april viel het groeitempo weer terug. De buitengewoon warme winter in de VS heeft de economische cijfers voor december tot en met februari flink opgepoetst, maar na de winter is de economie teruggevallen in het lage groeitempo dat kenmerkend is voor de VS na de Grote Recessie. In het eerste kwartaal kwam de reële BBP-groei vooral van de particuliere consumptie en de investeringen in woningen. Het volume van de bedrijfsinvesteringen en de overheidsconsumptie lieten een krimp zien. Voor het tweede kwartaal verwachten we een ander beeld. In de loop van het eerste kwartaal nam het groeitempo van de reële particuliere consumptie al af. Daarbij werd flink ingeteerd op het spaargeld, waardoor consumenten in de loop van het jaar toch rustiger aan moeten gaan doen. Daarom verwachten we dat de particuliere consumptie in het tweede kwartaal een kleinere bijdrage aan de groei van het BBP-volume zal leveren. De woningbouw heeft in het eerste kwartaal geprofiteerd van het milde winterweer, waardoor de investeringen in woningen in het tweede kwartaal waarschijnlijk minder zullen bijdragen aan het BBP-volume. Van de overheidsconsumptie hoeven we het ook de komende jaren niet te hebben. Hoewel op lokaal niveau al flinke vooruitgang is geboekt met het saneren van de publieke financiën, is de federale overheid nog niet eens begonnen met het terugdringen van het begrotingstekort. In het tweede kwartaal verwachten we wel een herstel van de bedrijfsinvesteringen. Het aflopen van een belastingvoordeel op bedrijfsinvesteringen aan het einde van 2011 heeft waarschijnlijk veel bedrijven ertoe aangezet om hun investeringen nog net voor het jaareinde te doen,

**Figuur 1: Werkgelegenheids groei valt weer terug**



Bron: Macrobond

**Figuur 2: Inflatie neemt af**



Bron: Macrobond

# Verenigde Staten

---

waardoor we in het eerste kwartaal een terugval hebben kunnen waarnemen. Dit effect ebt nu weg, dus een stijging van de reële bedrijfsinvesteringen in het tweede kwartaal is aannemelijk, zeker als we de sterke inkoopmanagersindex voor de industrie zien. Per saldo verwachten we ook in het tweede kwartaal en de periode daarna een matige groei. Consumenten en overheid moeten hun huishoudboekeje weer in evenwicht brengen en de huizenmarkt heeft nog een lange weg naar herstel af te leggen. Bovendien doemt na het jaareinde de gevreesde 'fiscal cliff' op, de start van de automatische bezuinigingen in het kader van het akkoord rond de verhoging van het schuldenplafond vorig jaar en het aflopen van een aantal belastingverlagingen. Waarschijnlijk zal pas na de verkiezingen duidelijk worden in welke mate deze negatieve begrotingsimpuls wordt afgezwakt. Vooral in het laatste kwartaal kan de politieke onzekerheid daarom flink oplopen en bedrijven en consumenten voorzichtiger maken met investeren en besteden. Voor 2012 als geheel verwachten we een voor Amerikaanse begrippen bescheiden reële BBP-groei van 2%. Het beeld voor 2013 ziet er daarbij, ook gegeven de begrotingsproblematiek, niet veel positiever uit.

## De pijn van de Amerikaanse kiezer

Door de trage economische groei sinds de Grote Recessie neemt de voor Amerikaanse begrippen hoge werkloosheid maar langzaam af. Ook de inflatie draagt bij aan het ongenoegen van de gemiddelde Amerikaan. De inflatie (jaar-op-jaar) piekte in september 2011 op 3,9%, als gevolg van de scherpe olieprijsstijging die in september 2010 begon. In de tweede helft van 2011 bleef de olieprijs stabiel, waardoor de inflatie de weg omlaag vond tot 2,9% in januari 2012. Als gevolg van de diplomatieke spanningen rond het nucleaire programma van Iran liep de olieprijs in februari echter opnieuw op. Inmiddels is de olieprijs weer terugggevallen door de afgenomen groeivoorzichten voor de wereldeconomie, een toename in de Amerikaanse olievoorraden, de toegenomen OPEC-productie en afgenomen spanningen rond Iran. Het gevolg is dat de inflatie weer daalt. Dat betekent dat de pijn van de Amerikaanse kiezer langzaam aan het afnemen is, zowel qua werkloosheid als qua inflatie. Welke invloed heeft de economie op de uitslag van de presidentsverkiezingen in november? Economen gebruiken al decennialang de 'misery index', de optelsom van inflatie en werkloosheid, om de toestand van de economie samen te vatten in één getal. Een lagere index betekent betere economische omstandigheden en een grotere kans op herverkiezing van de zittende president. Wij maken ook gebruik van de misery-index, maar wel met twee aanpassingen. In de eerste plaats blijkt uit empirisch onderzoek dat voor de gemiddelde kiezer werkloosheid zwaarder weegt dan inflatie<sup>1</sup>. In de tweede plaats meten we de economische prestaties van een president als de *verandering* in de gewogen misery-index tijdens de regeerperiode, in plaats van het niveau op de dag van de verkiezingen. Een president die te maken heeft met een werkloos-

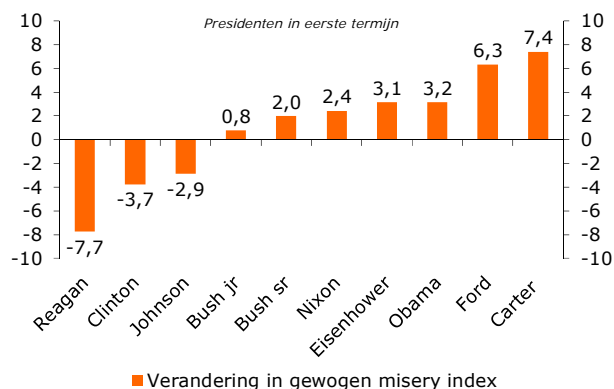
---

<sup>1</sup> Rafael Di Tella, Robert J. MacCulloch, Andrew J. Oswald, Preferences over Inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness, *American Economic Review*, 91, 2001, pagina 335-341.

# Verenigde Staten

heid van 6% vlak voor de verkiezingen maakt immers meer kans als de werkloosheid bij zijn aantreden op 10% stond dan wanneer deze op 2% lag.

**Figuur 3: Economie deed het niet goed onder Obama**



Bron: Rabobank

## Traag herstel vergroot kans op machtswisseling

Sinds de jaren vijftig van de vorige eeuw zijn er slechts drie presidenten geweest die tijdens hun eerste termijn de gewogen misery-index zagen dalen: Reagan, Clinton en Johnson. Alle drie wonnen vervolgens de verkiezingen. De overige zes presidenten zagen de economie achteruitgaan en slechts de helft werd herkozen (Bush junior, Nixon en Eisenhower). Dit bevestigt dat de economie een belangrijke rol speelt in de verkiezingen. Hoe doet Obama het in dit deelnemersveld? Als de werkloosheid en de inflatie ongewijzigd blijven tot de verkiezingen, staat hij er niet best voor. Dan zijn er slechts twee presidenten die het slechter hebben

gedaan: Carter en Ford. Beiden verloren de verkiezingen. Als het economisch herstel doorzet, haalt Obama binnenkort Eisenhower in. Daarmee is het eerste precedent geschapen voor Obama's herverkiezing. Het tweede precedent komt dan in het vizier: als de huidige economische prognoses uitkomen, zal Obama rond de verkiezingen de prestaties van Nixon evenaren. Een garantie voor een overwinning is dit echter niet. In alle realistische economische scenario's voor 2012 zal de Amerikaanse kiezer op Election Day slechter af zijn dan vier jaar eerder. Daarom zal de economie een bedreiging blijven voor Obama's herverkiezing.

## Ook Fed moet kiezen

De mogelijkheden voor de overheid om de werkloosheid aan te pakken zijn beperkt omdat het begrotingstekort moet worden teruggedrongen voordat de kapitaalmarkten en kredietbeoordelaars hun vertrouwen verliezen in de VS. Maatregelen om de economie aan te jagen moeten dus vooral van de centrale bank komen. Volgens de eigen prognoses van de beleidsraad van de Fed zal de werkloosheidsdoelstelling van 5,2% tot 6,0% niet voor 2015 worden gehaald. Daarmee is de weg vrij voor een nieuwe stimuleringsmaatregel. De meerderheid van de beleidsraad lijkt echter pas bereid om daadwerkelijk tot actie over te gaan als de economische groei lager uitvalt dan zij nu verwacht (2,4-2,9% in 2012 en 2,7-3,1% in 2013). Welke maatregel de Fed gaat nemen, hangt af van het inflatiebeeld.

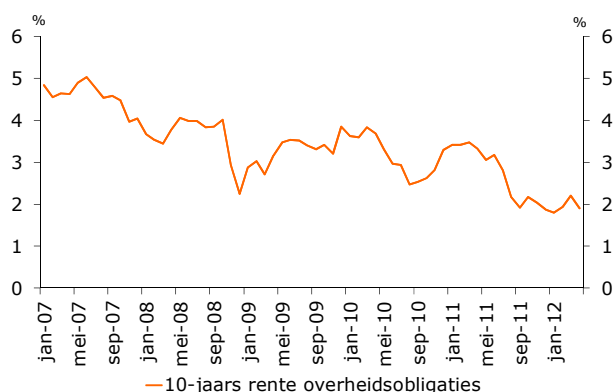
Eind juni loopt het meest recente aankoopprogramma van langlopende overheidsobligaties af, dat in de financiële markten bekend staat als 'Operation Twist',

# Verenigde Staten

omdat tegelijkertijd kortlopende overheidsobligaties worden verkocht. Hierdoor wordt de yieldcurve aan de lange kant omlaag gedrukt en aan de korte kant omhoog. De reden voor het gelijktijdig aan- en verkopen van obligaties is om de hoeveelheid basisgeld constant te houden en geen inflatie te veroorzaken. Dit is van belang omdat de inflatie boven de doelstelling van 2,0% ligt. Tijdens de aankoopprogramma's QE1 en QE2 was sprake van kwantitatieve verruiming en liepen de inflatieverwachtingen op. Dit was ook de bedoeling omdat er sprake was van deflatierisico. Op dit moment is hier echter geen sprake van, waardoor een derde ronde van kwantitatieve verruiming (QE3) niet op zijn plaats is. Als de Fed de economie opnieuw wil stimuleren, ligt een verlenging van Operation Twist meer voor de hand. Daarbij is het probleem wel dat de Fed door haar voorraad kortlopende overheidsobligaties heen begint te raken. Een alternatief is het terugpompen van de liquiditeit die door obligatieaankopen ontstaat door kortlopende leningen, zoals de nieuwe termijndepositofaciliteit die eigenlijk in het leven is geroepen voor de exit-strategie. Dergelijke gesteriliseerde aankopen van overheidsobligaties zouden Operation Twist in feite voortzetten, zonder de bijbehorende voorraadbeperving. Net als bij Operation Twist zou de hoeveelheid basisgeld constant blijven, waardoor er dus geen voedingsbodem is voor hogere inflatieverwachtingen. Zolang er geen deflatiegevaar is, lijken gesteriliseerde aankopen daarom een beter alternatief om de economie te stimuleren dan kwantitatieve verruiming.

Door het aanhoudend extreem ruime monetaire beleid van de Fed zijn zowel de geld- als de kapitaalmarktrentes in de VS bijzonder laag. Zorgen over het Amerikaanse begrotingsbeleid hebben nog geen waarneembaar opwaarts effect gehad op de kapitaalmarktrentes. Op dit moment overheerst de onrust over de schulden crisis in de eurozone, waardoor beleggers de Amerikaanse markt voor overheidsobligaties als (relatief) veilige haven gebruiken. Maar als de rust in de eurozone eenmaal is teruggekeerd en beleggers de tijd hebben om kritisch naar de Amerikaanse overheidsfinanciën te kijken, kunnen de kapitaalmarktrentes in de VS sterk gaan oplopen.

**Figuur 4: Kapitaalmarktrente verder gedaald**



Bron: Macrobond

**Tabel 1: Kerngegevens Verenigde Staten**

<i>jaar op jaar mutatie in %</i>	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,7	2	2
Particuliere consumptie	2,2	2	2¼
Private investeringen	6,7	6	5¾
Overheidsuitgaven	-2,1	-2	-1½
Uitvoer goederen en diensten	6,7	4¾	7¾
Invoer goederen en diensten	4,9	3¼	4¼
Consumentenprijzen	3,2	2¼	1¾
Werkloosheid (%)	9,0	8	7½
Begrotingssaldo (% BBP)	-9,6	-8	-6¼

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com