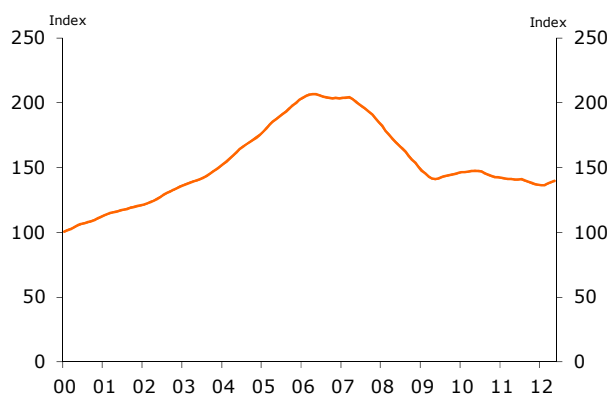


# Verenigde Staten

## Amerika op weg naar begrotingsklif

*Terwijl het economische herstel aan kracht verliest, doemt de gevreesde 'fiscal cliff' op aan het einde van het jaar. Voor de centrale bank alle reden om een nieuw beleidsoffensief te lanceren.*

**Figuur 1: Huizenprijsniveau VS**



Bron: Macrobond

### Tegenwind

Het economische herstel in de VS verliest aan kracht. In het laatste kwartaal van 2011 werd nog een mooi groeicijfer van 4,1% genoteerd (geannualiseerd, kwartaal-op-kwartaal), in het eerste kwartaal bleek dit gehalveerd tot 2,0% en in het tweede kwartaal nam het groeitempo verder af tot 1,5% (eerste schatting). In het tweede kwartaal vertraagden de groei van de persoonlijke consumptie, die van de bedrijfsinvesteringen en die van de investeringen in woningen. Zowel binnenlandse als buitenlandse factoren remmen de Amerikaanse economie af. De wereldwijde groeivertraging en de eurozonecrisis hebben een negatief effect op de

Amerikaanse aandelenmarkt en het consumenten- en producentenvertrouwen. Naar verwachting zal ook de export hier meer last van gaan ondervinden. In eigen land hebben bedrijven en huishoudens nog steeds met strenge krediet-eisen te maken, waardoor ze niet altijd kunnen profiteren van de lagere rentes. In de huizenmarkt zit nog weinig leven en de overheid is aan het bezuinigen.

### Verandering van koers?

Het tegenvallende herstel is een belangrijk thema in de presidentsverkiezingen die op 6 november zullen plaatsvinden. Als we bijvoorbeeld kijken naar de 'misery index', de som van de werkloosheid en de inflatie, is de gemiddelde Amerikaan na bijna vier jaar Obama slechter af dan toen deze aantrad. In januari 2009, de maand van Obama's inauguratie, bedroeg de misery index 7,8%. Inmiddels is deze opgelopen tot 9,7%. Zijn Republikeinse uitdager, Romney, probeert de kiezer er dan ook van te overtuigen dat hij het beter kan. De vraag is in hoeverre de kiezer Obama verantwoordelijk houdt voor de huidige toestand van de economie. De kredietcrisis was tenslotte net op zijn hoogtepunt toen Obama in november 2008 de Amerikaanse presidentsverkiezingen won. Een maand eerder was zakenbank Lehman onderuit gegaan en zij dreigde het financiële systeem met zich mee te sleuren. De economie zou in het laatste kwartaal van dat jaar de grootste krimp van de Grote Recessie vertonen (8,9%, geannualiseerd, kwartaal-op-kwartaal). Grootschalige steunmaatregelen van de overheid en de centrale bank waren nodig om de economie weer op gang te krijgen. Vier jaar later bevindt Amerika zich in een herstelproces, maar de wonden zijn diep. De economie is sinds de zomer van 2009 ononderbroken gegroeid, maar het groeitempo is voor Amerikaanse begrippen laag. Daarom

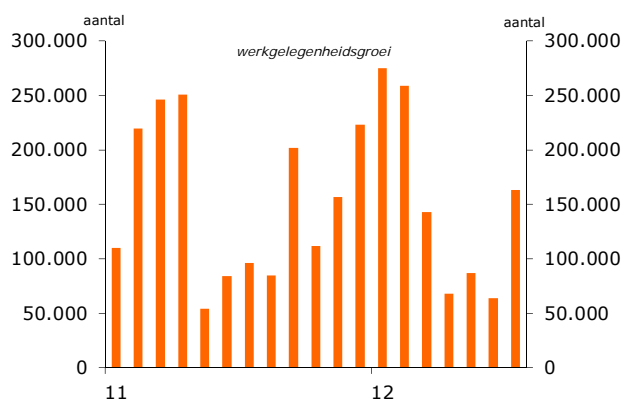
# Verenigde Staten

neemt ook de werkloosheid maar langzaam af. De daling van de huizenprijzen is tot stilstand gekomen, maar de gemiddelde koopwoning is nu een derde minder waard dan op het hoogtepunt van de zeepbel op de huizenmarkt in 2006. De Amerikanen hebben het moeilijk en Romney probeert de kiezer ervan te overtuigen dat hij de economie wel op een hoger groeipad kan brengen. De winnaar staat hoe dan ook een zware klus te wachten.

## Begrotingsklif in zicht

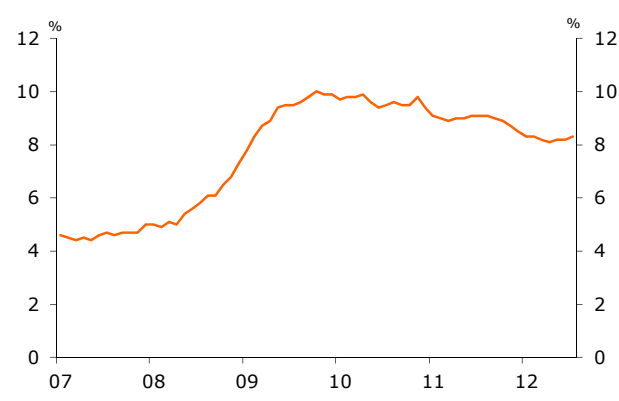
Alsof er al niet voldoende tegenwind is, doemt de 'fiscal cliff' op aan het einde van het jaar. Deze samenloop van aflopende belastingvoordelen en startende bezuinigingsmaatregelen bestaat uit drie onderdelen. Op 1 januari 2013 lopen de belastingverlagingen van George W. Bush af, die in 2010 nog werden verlengd om het economische herstel niet in gevaar te brengen. Ook de belastingvoordelen in het economische stimuleringspakket, zoals de tijdelijke loonbelastingverlaging, lopen af. Ten slotte starten de automatische bezuinigingen die overeen waren gekomen in de onderhandelingen rond het schuldenplafond in de zomer van 2011. Als de politiek niet ingrijpt, veroorzaakt deze combinatie van belastingverhogingen en bezuinigingen een flinke negatieve begrotingsimpuls die tot economische krimp zou kunnen leiden in het eerste kwartaal van 2013. Helaas wordt vooralsnog geen haast gemaakt met het verkleinen van de begrotingsklif. In Washington lijken Republikeinen en Democraten alle belangrijke beslissingen voor zich uit te schuiven tot de nieuwe machtsverhoudingen bekend zijn in november. Dat betekent dat er maar een korte periode ligt tussen de verkiezingen op 6 november en het einde van het jaar om overeen te komen hoe de VS de begrotingsklif kunnen afzwakken. Een mogelijke complicatie in de onderhandelingen is dat het schuldenplafond in de maanden na de verkiezingen opnieuw in zicht komt. Bovendien moet een balans worden gevonden tussen korte- en langetermijnoverwegingen. Op de korte termijn kan de economie nog geen sterke negatieve begrotingsimpuls opvangen, maar op de lange termijn zullen de VS de overheidsfinanciën toch op orde moeten brengen. Beide politieke

**Figuur 2: Werkgelegenheid VS**



Bron: Macrobond

**Figuur 3: Werkloosheid VS**



Bron: Macrobond

# Verenigde Staten

---

partijen zijn hier inmiddels wel van overtuigd, hoewel ze het volledig oneens zijn over het invullen van de bezuinigingsmaatregelen. Waarschijnlijk zullen Democraten en Republikeinen opnieuw een 'game of chicken' spelen. Beide partijen zullen het onderste uit de kan proberen te halen bij de onderhandelingen. Daarbij zullen ze de dreiging van een recessie in het begin van het nieuwe jaar (als er geen overeenstemming komt over het verkleinen van de begrotingsklif) gebruiken om elkaar onder druk te zetten. De Democraten lijken bijvoorbeeld wel bereid de 'Bush tax cut' opnieuw te verlengen, maar niet voor de hogere inkomens (boven de \$ 250.000 per jaar). De Republikeinen zullen proberen de bezuinigingen op defensie af te zwakken, terwijl de Democraten liever de verzorgingsstaat ontzien. De onzekerheid over de begrotingsklif kan het vertrouwen onder beleggers, consumenten en producenten in de laatste maanden van 2012 ondermijnen en schade toebrengen aan de economie nog voor de negatieve begrotingsimpuls daadwerkelijk plaatsvindt.

## **Fed zet alle zeilen bij**

Nu het begrotingsbeleid de economie eerder afremt dan stimuleert, moet de steun voor het economische herstel vooral van het monetaire beleid komen. In juni verlengde de Amerikaanse centrale bank, de Fed, 'Operation Twist' al tot het einde van het jaar. In het kader van dit programma worden langlopende overheidsobligaties opgekocht en een even grote hoeveelheid kortlopende overheidsobligaties verkocht. Op deze manier worden de lange rentes gedrukt, zonder dat de hoeveelheid basisgeld oploopt. Hiermee poogt men de vraagzijde van de economie te stimuleren zonder dat de inflatieverwachtingen toenemen en er ongewenste inflatie ontstaat. Voor dit gesteriliseerde aankoopprogramma zijn kortlopende overheidsobligaties nodig, maar tegen het einde van het jaar zal de voorraad zo goed als uitgeput zijn. Dat betekent dat 'Operation Twist' een natuurlijke begrenzing kent. Welke maatregelen staan de Fed dan nog wel ter beschikking?

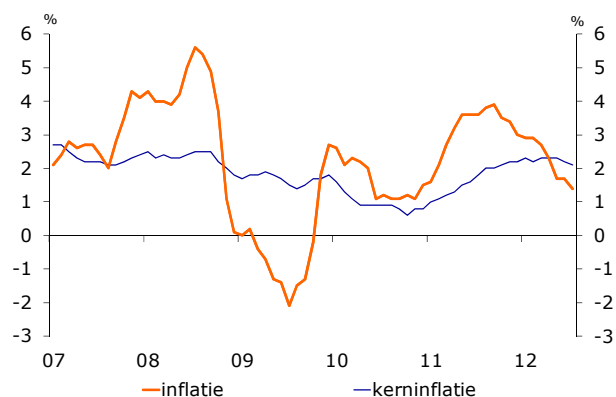
We verwachten dat zij in ieder geval de 'belofte' (in feite gaat het om een verwachting die de beleidsraad uitspreekt) om de beleidsrente op een extreem laag niveau te houden tot het laatste kwartaal van 2014 in september zal verlengen tot in 2015. Hiermee wordt neerwaartse druk op de langere rentes uitgeoefend. Een andere maatregel die de Fed opnieuw bestudeert, is een verlaging van de depositorente die nu op 0,25% staat. De beleidsraad heeft een verlaging al eerder overwogen, maar vond het risico op het verstoren van de geldmarkt te groot. Onlangs heeft de ECB de depositorente echter op nul gezet zonder dat dit tot veel problemen leidde. Met deze maatregel worden banken aangespoord om hun geld uit te lenen aan bedrijven en huishoudens. Dit effect wordt overigens ook beoogd met het 'funding for lending' programma dat de Bank of England onlangs heeft geïntroduceerd. De bedoeling is om banken in staat te stellen goedkoop geld te lenen op voorwaarde dat zij het geld daadwerkelijk uitlenen aan bedrijven en huishoudens. De Fed heeft interesse getoond om een Amerikaanse versie van dit programma te introduceren.

# Verenigde Staten

Het meest in het oog springt natuurlijk een nieuw aankoopprogramma, al dan niet gesteriliseerd. Omdat 'Operation Twist' nog steeds loopt, zal een nieuw programma zich waarschijnlijk concentreren op obligaties gebaseerd op hypotheek. Tenslotte heeft de centrale bank zich herhaaldelijk gefrustreerd getoond over de matige progressie in de huizenmarkt. Sterilisatie lijkt gewenst als de inflatie in de verwachting van de beleidsraad dicht genoeg in de buurt van de doelstelling van 2,0% blijft. Aangezien de voorraad kortlopende obligaties op begint te raken, zou de centrale bank gebruik kunnen maken van de nieuwe Term Deposit Facility om aan de korte kant basisgeld op te dweilen. Als de inflatie te laag dreigt te worden naar de zin van de beleidsraad, is sterilisatie niet nodig en kan met recht worden gesproken van kwantitatieve verruiming ('QE3'). Door de toename in de hoeveelheid basisgeld kunnen de inflatieverwachtingen oplopen en wordt een verdere daling in de inflatie tegengegaan.

De timing van deze maatregelen zal afhangen van het tempo van het economische herstel en de aankomende begrotingsklif. Om de negatieve effecten van de belastingverhogingen en bezuinigingen zoveel mogelijk te compenseren, zal de Fed de meeste maatregelen uiterlijk in januari in werking willen zien. Als het economische herstel de komende tijd niet snel aan kracht wint, zal de Fed deze nieuwe wapens al veel eerder inzetten, mogelijk al in september. Het extreem ruime monetaire beleid van de Fed zal de rentes op de Amerikaanse geld- en kapitaalmarkten laag houden. Ook de matige economische groei, de begrotingsklif en de bescheiden inflatie dragen hieraan bij. Bovendien leidt de aanhoudende onrust over de schulden crisis in de eurozone ertoe dat beleggers de relatief veilige haven van Amerikaanse overheidsobligaties blijven opzoeken. Dit betekent echter ook dat als de eurozone in rustiger vaarwater komt, de kapitaalmarktrentes in de VS weer wat kunnen gaan oplopen. Zeker als beleggers de tijd nemen om eens kritisch naar de Amerikaanse overheidsfinanciën te kijken.

**Figuur 4: Inflatie VS**



Bron: Macrobond

**Figuur 5: Kapitaalmarktrente VS**



Bron: Macrobond

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com