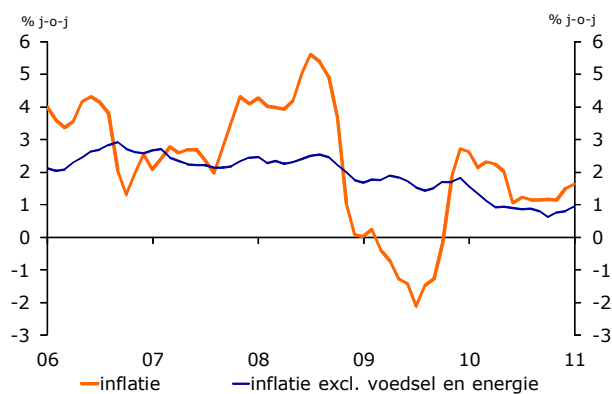


Verenigde Staten

Werkloosheid blijft probleem

Het economische herstel in de VS lijkt door te zetten, maar de hoge werkloosheid blijft de komende jaren een hardnekkig probleem. De speelruimte voor begrotingsbeleid is beperkt, dus kunnen we ook de komende jaren een ruim monetair beleid van de Fed tegemoet zien.

Figuur 1: Inflatie en kerninflatie



Bron: Reuters EcoWin

Deflatie en inflatie lijken mee te vallen

In november 2010 besloot de Fed, de Amerikaanse centrale bank, aan een tweede ronde van kwantitatieve verruiming te beginnen, omdat de werkloosheid te hoog en de inflatie te laag was. Drie maanden later is de werkloosheid nog steeds hoog, maar lijkt het gevaar van deflatie geweken. Door de olopende voedsel- en energieprijzen is de consumentenprijzinflatie inmiddels gestegen van 1,1% (jaar-op-jaar) in november 2010 tot 1,6% in januari 2011. We verwachten dat de grondstoffenprijzen de inflatie in de eerste helft van het jaar verder zullen opdrijven, gevolgd door

een lichte daling in de tweede helft van het jaar. De kerninflatie (exclusief voedsel- en grondstoffenprijzen) is tenslotte slechts in beperkte mate gestegen van 0,8% in november tot 1,0% in januari en zal slechts beperkt verder oplopen, waarschijnlijk tot maximaal 1,2%. Vanwege de aanhoudend hoge werkloosheid en de (vergeleken met Europa) beperkte macht van de vakbonden, ziet het er niet naar uit dat de recente stijging van de grondstoffenprijzen in de VS een loon-prijsspiraal in gang zal zetten. Bovendien laten de inflatieverwachtingen van consumenten een genuanceerde reactie zien op de toenemende inflatie. Hoewel éénjaarsverwachtingen substantieel gestegen zijn in de afgelopen maanden, is de toename in de vijfjaarsverwachtingen –die van groter belang zijn voor de loon- en prijsvorming– slechts bescheiden.

Herstel zet door, maar werkloosheid is nog steeds hoog

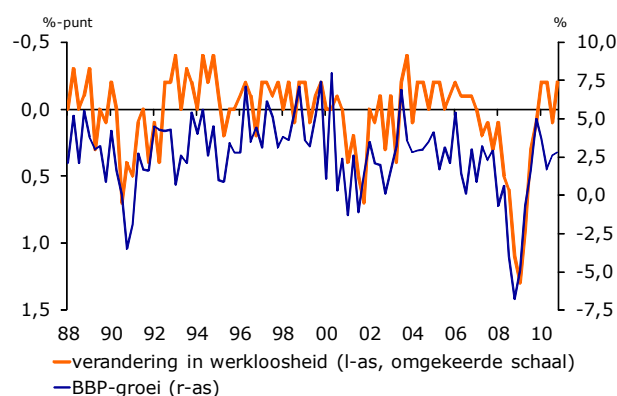
De angst voor een 'dubbele dip' die de financiële markten vorig jaar nog teisterde, is vervaagd. Uiteindelijk viel de economische groei in het tweede kwartaal van 2010 terug tot 1,7% (kwartaal-op-kwartaal, volume, geannualiseerd), waarna het groeitempo weer aantrok tot 2,6% in het derde kwartaal en 2,8% (volgens de tweede schatting) in het laatste kwartaal van 2010. Het economische herstel lijkt al met al door te zetten. Wij verwachten dan ook dat de Amerikaanse economie in 2011 in reële termen met 3,0% zal groeien. Het bedrijfsleven is goed uit de recessie gekomen dankzij harde saneringen, met als keerzijde de hoge werkloosheid. Nu de gevreesde 'dubbele dip' is uitgebleven, kunnen de bedrijfsinvesteringen worden uitgebreid evenals het personeelsbestand. Hoewel het nog een lange weg is naar een volledig herstel van de arbeidsmarkt, zal de toenemende vraag naar personeel de consumentenbestedingen een zet in de rug

Verenigde Staten

geven, zeker nu consumenten vorderingen hebben gemaakt met het terugbrengen van hun schuldenlast. De verbetering van de arbeidsmarkt kan ook het aantal executieverkopen van woningen afremmen en potentiële huizenkopers aan-

moedigen. Hierdoor zal het aanbodoverschot op de huizenmarkt afnemen en kunnen we een voorzichtig herstel van de investeringen in woningen tegemoet zien. Alleen van de overheidsbestedingen hoeven we weinig te verwachten, nu de overheidsfinanciën (op zowel federaal als lokaal niveau) op orde moeten worden gebracht. Al met al groeit de Amerikaanse economie al onafgebroken sinds medio 2009, maar de werkloosheid blijft –ondanks recente dalingen– nog bijzonder hoog. Dit roept de vraag op hoeveel economische groei er nodig is om de werkloosheid terug te dringen tot een draaglijk niveau.

Figuur 2: Werkloosheid en economische groei



Bron: Reuters EcoWin

Economische groei en werkloosheid

Het statistische verband tussen economische groei en werkloosheid staat in de economie bekend als de 'Wet van Okun'. In 1962 was de Amerikaanse econoom Arthur Okun namelijk de eerste die deze relatie onderzocht voor de VS¹. Recent onderzoek van de Kansas City Fed-econoom Edward Knotek laat echter zien dat het effect van economische groei op de werkloosheid in sommige periodes sterker is dan in andere periodes². Onlangs hebben wij de Wet van Okun opnieuw geschat voor de VS, waarbij we ook rekening hebben gehouden met twee complicerende factoren die een mogelijke verklaring bieden voor de ogenschijnlijke instabiliteit in de relatie tussen economische groei en werkloosheid. In de eerste plaats reageert de werkloosheid tijdens een recessie veel sterker op economische groei dan tijdens een expansie.

Huizenmarktcrisis verstart arbeidsmarkt

In de tweede plaats heeft een daling van de huizenprijzen een negatief effect op de mobiliteit van werkzoekende huiseigenaren. In principe zijn veel Amerikanen bereid om van de ene naar de andere kant van het continent te verhuizen voor een nieuwe baan. Dit stond altijd in schril contrast met de beperkte arbeidsmobiliteit van Europeanen. De geroemde Amerikaanse arbeidsmobiliteit heeft momenteel echter te lijden onder de gedaalde huizenprijzen. Voor bijna een kwart van de huiseigenaren in de VS is de prijs van hun huis momenteel lager dan de hypothecaire lening. Een werkzoekende huiseigenaar die zich in deze situatie

¹ Okun, A.M. (1962). Potential GDP: Its Measurement and Significance, Proceedings of the Business and Economics Statistics Section, American Statistical Association, pp. 98-104.

² Knotek, E.S. (2007). How useful is Okun's law? Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth quarter, pp. 73-103].

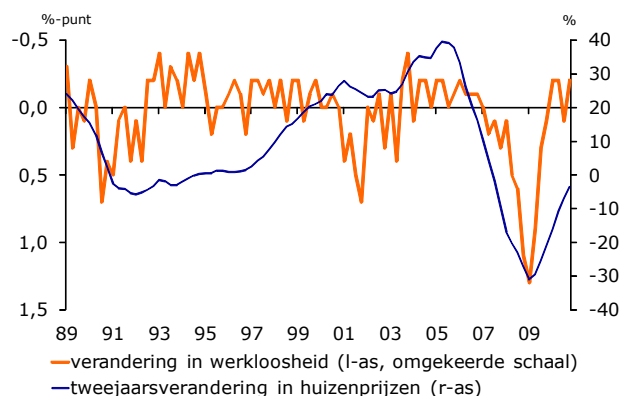
Verenigde Staten

bevindt, zal minder geneigd zijn een baan in een andere regio te accepteren. Dit bemoeilijkt het matchingsproces tussen werkgevers en werkzoekenden. Door de huizen crisis is de Amerikaanse arbeidsmarkt daardoor meer gaan lijken op de Europese, waar we een hoge werkloosheid in Spanje en een lage werkloosheid in Duitsland zien. Door structurele barrières (met taal als niet de minste) komt er echter geen stroom van Spaanse werkzoekenden naar Duitsland op gang. In de VS zien we dat de werkloosheid in Californië op dit moment veel hoger ligt dan in de meeste andere staten, maar de huizenprijzen dalen er nog steeds, waardoor Californiërs minder makkelijk verhuizen naar een staat met een betere arbeidsmarkt. Uit onze schattingsresultaten blijkt dat als de arbeidsmobiliteit intact was gebleven, de werkloosheid in de VS nu 2,5 procentpunt lager zou zijn geweest. Dit geeft aan hoe belangrijk een herstel in de huizenmarkt is voor de bestrijding van de werkloosheid. De door ons geschatte Wet van Okun kan ook worden gebruikt om toekomstscenario's door te rekenen. Wat vooral opvalt uit verschillende simulaties is dat het tempo waarin de werkloosheid kan worden teruggedrongen erg laag is, zelfs als de huizenprijzen weer herstellen. Bij een trendmatige economische groei van 3,3% kan het nog vijftien jaar duren voordat het langetermijngemiddelde van 5,7% werkloosheid weer is bereikt.

Weinig ruimte in begrotingsbeleid om werkloosheid aan te pakken

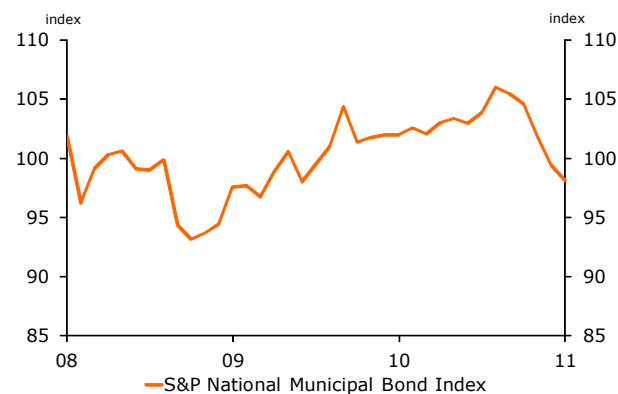
De Wet van Okun suggereert dat beleidsmakers de komende jaren zullen worden geplaagd door een hardnekkig werkloosheidsprobleem. De speelruimte voor begrotingsbeleid is echter beperkt. Volgens de ramingen bedraagt het federale begrotingstekort in 2011 maar liefst 9¼% en de bruto staatsschuld 98½% (in termen van het BBP). Daarmee zijn de Amerikaanse overheidsfinanciën er slechter aan toe dan die van de eurozone als geheel, met een begrotingstekort van 4½% en een bruto staatsschuld van 86½%. Bovendien begint de AAA-status van Amerikaans schatkistpapier steeds meer onderwerp van discussie te worden. Als land leeft Amerika nog steeds op de pof: het tekort op de lopende

Figuur 3: Werkloosheid en huizenprijzen



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Prijsindex obligaties gemeenten



Bron: Reuters EcoWin

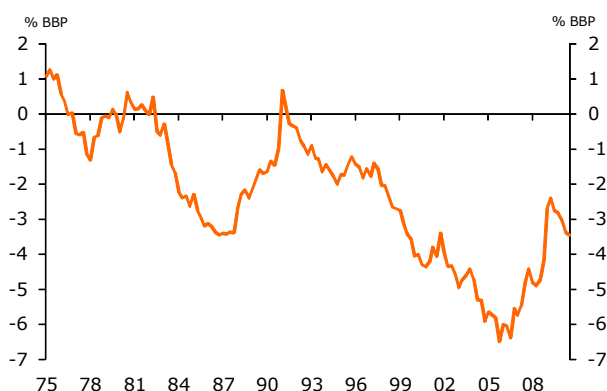
Verenigde Staten

rekening is na de recessie weer opgelopen van 2,4% tot 3,5% (in termen van het BBP). Maar de begrotingsproblemen beperken zich niet tot het federale niveau. De meeste Amerikaanse staten zullen flink moeten bezuinigen om hun door de recessie uit het lood geslagen begroting weer in evenwicht te brengen. De meeste staten zijn hiertoe wettelijk verplicht. De zorgen over de overheidsfinanciën op lokaal niveau hebben al geleid tot oplopende rentes op verschillende 'municipal bonds' op de kapitaalmarkt voor lagere Amerikaanse overheden (staten en gemeentes). In dit opzicht is een parallel te trekken met de eurozone, waar landen nu worden afgerekend op de houdbaarheid van hun overheidsfinanciën.

Langdurig ruim monetair beleid

Omdat de mogelijkheden om de werkloosheid te bestrijden met begrotingsbeleid beperkt zijn, zal er een belangrijke rol voor monetair beleid zijn weggelegd. De Fed heeft inmiddels de grenzen van haar duale mandaat, gericht op zowel prijsstabiliteit als werkgelegenheid, opgezocht met een tweede ronde van kwantitatieve verruiming. Zolang de inflatie in de VS niet uit de hand loopt, zit een terugkeer naar een neutraal monetair beleid er voorlopig niet in. De Fed zal geen haast maken met het verhogen van de beleidsrente en het verkrappingspad zal naar verwachting niet steil zijn. Dit betekent dat de geldmarktrentes in de VS voorlopig laag zullen blijven. De Amerikaanse dollar zal daarom nog geruime tijd een aantrekkelijke funding currency voor carry trades en andere beleggingen blijven. Dit brengt echter wel het gevaar met zich mee dat nieuwe financiële zeepbellen om de wereld worden geblazen. De lage geldmarktrentes zullen ook de Amerikaanse dollar verzwakken ten opzichte van bijvoorbeeld de euro, omdat de ECB eerder aan monetaire verkrapping lijkt te gaan beginnen dan de Fed. Ondertussen zullen de Amerikaanse kapitaalmarktrentes steeds meer opwaartse druk gaan ondervinden. Het economisch herstel heeft aan kracht gewonnen, het deflatiegevaar lijkt geweken en de zorgen over het federale begrotingstekort nemen toe.

Figuur 5: Saldo lopende rekening



Bron: Reuters EcoWin

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

Tabel 1: Kerngegevens Verenigde Staten

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	2,9	3	3¼
Particuliere consumptie	1,8	3	2½
Overheidsconsumptie	1,1	½	¾
Bedrijfsinvesteringen	5,6	10	10
Uitvoer goederen en diensten	11,7	8¾	7¾
Invoer goederen en diensten	12,6	6¾	5½
Consumentenprijzen	1,7	1½	1½
Werkloosheid (%)	9,7	9½	9¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-10,5	-9¼	-7
Staatsschuld (% BBP)	92,2	98½	102

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank