

Verenigde Staten

Vliegen op één motor

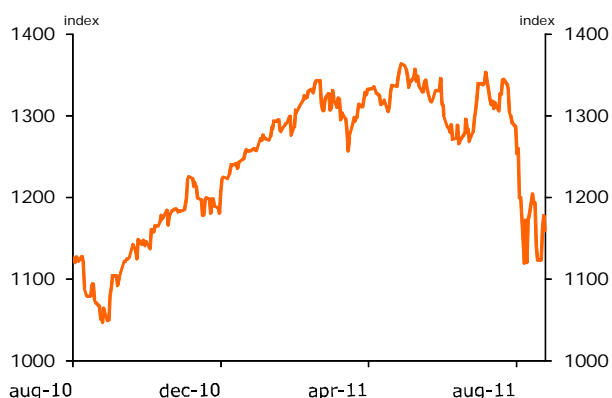
Politieke verdeeldheid heeft Amerika de AAA-status gekost, het economisch herstel hapert en de winst op de aandelenbeurzen sinds het begin van QE2 is verdampt. De centrale bank belooft de beleidsrente tot medio 2013 dicht bij het nulpunt te houden en begint langzaam in de richting van QE3 te bewegen. Hoewel een dubbele dip niet onvermijdelijk is, neemt de kans op een nieuwe recessie toe met iedere dag dat de onrust op de financiële markten aanhoudt.

S&P neemt VS de AAA-status af

In april waarschuwde kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P) de Amerikaanse politiek al dat de patstelling tussen Republikeinen en Democraten over het saneren van de overheidsfinanciën een bedreiging was voor de AAA-status van Amerikaanse overheidsobligaties. Moeizame onderhandelingen over de begroting van het lopende fiscale jaar hadden er bijna toe geleid dat de overheid haar deuren moest sluiten en voor straf zette S&P de AAA-rating van de VS op 'negative outlook'.

In augustus was de verhoging van het schuldenplafond van de federale overheid de volgende aanleiding voor een keiharde strijd tussen beide partijen om het te volgen bezuinigingspad. Pas vlak voor de deadline van 2 augustus werd een akkoord gesloten en ternauwernood een 'default' van de Amerikaanse overheid voorkomen. Het akkoord betrof een tweestappenplan om het begrotingstekort de komende tien jaar te reduceren. In de eerste stap werd het schuldenplafond verhoogd en overeenstemming bereikt over \$ 917 miljard aan bezuinigingen. In het eerste fiscale jaar, dat op 1 oktober begint, zal er nog niet te diep worden gesneden om de economie niet af te knippen, maar de jaren daarna gaat het mes er echt in. De tweede stap is het vormen van een comité van zes Republikeinen en zes Democraten die op 23 november met een voorstel moeten komen om nog eens \$ 1.500 miljard te bezuinigen, waarbij ook het sociale zekerheidsstelsel niet wordt ontzien. Uiterlijk 23 december moet het

Figuur 1: S&P500 aandelenindex



Bron: S&P

Figuur 2: Tienjaarsrente overheidsobligaties VS



Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

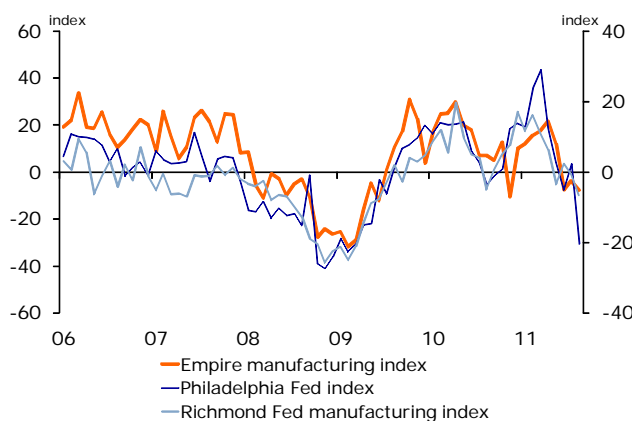
Congres vervolgens stemmen over dit voorstel. Als het voorstel wordt verworpen, of als de commissie niet tot een voorstel komt, treden er automatische bezuinigingen ter waarde van \$ 2.100 miljard in werking.

Dit bezuinigingspakket was echter te mager voor S&P, dat van tevoren duidelijk had aangegeven dat \$ 4.000 miljard nodig was om de overheidsschuld te stabiliseren. De kredietbeoordelaar vond het niet nodig het voorstel van de commissie in november af te wachten; dit zou namelijk nooit tot meer dan \$ 2.400 miljard aan bezuinigingen leiden. Op 5 augustus verlaagde S&P als eerste grote kredietbeoordelaar de rating van Amerikaanse overheidsobligaties van AAA naar AA+. Hoewel het ministerie van Financiën wees op een rekenfout in de berekeningen van S&P, waardoor \$ 2.000 miljard minder aan bezuinigingen nodig zou zijn, zette de kredietbeoordelaar door omdat de Amerikaanse schuldenlast ook na correctie van de rekenfout de komende tien jaar zou blijven oplopen. De twee andere grote kredietbeoordelaars, Moody's en Fitch, handhaafden de hoogste rating (Aaa respectievelijk AAA) voor de VS. Moody's plakte daar wel een 'negative outlook' aan vast, maar Fitch handhaafde de 'stable outlook'. Het voorstel van de commissie in november en de stemming hierover in december zullen met belangstelling worden gevolgd door de kredietbeoordelaars.

Nog steeds een veilige haven

De afwaardering door S&P heeft er echter niet toe geleid dat beleggers Amerikaans overheidspapier links laten liggen. Integendeel, in de week na de afwaardering nam de tienjaarsrente met 30 basispunten af. De Amerikaanse markt voor overheidsobligaties wordt nog steeds als een veilige haven gezien. De meeste andere veilige havens, zoals Zwitserland en Singapore, zijn gewoon te klein om wereldwijde 'safe haven flows' te kunnen absorberen. Alleen Japan en Duitsland hebben tot op zekere hoogte voldoende diepte, maar Japan is al afgewaarderd tot AA- en Duitsland (wel AAA) is minder veilig geworden door de

Figuur 3: Regionale bedrijfsenquêtes oostkust VS



Bron: Federal Reserve Bank

Figuur 4: Werkloosheid VS



Bron: BLS, Reuters EcoWin

Verenigde Staten

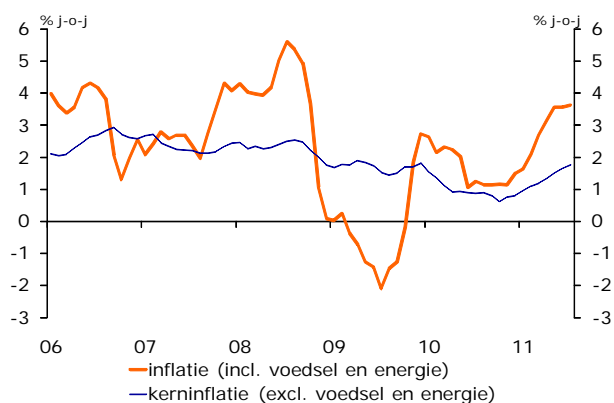
schulden crisis in de eurozone. Absolute veiligheid is er dus niet meer in de grotere veilige havens en beleggers op zoek naar relatieve veiligheid meren nog steeds aan in de VS. Vraaguitval uit China is ook niet waarschijnlijk. Hoewel de Chinese overheid zich kritisch uitlaat over de Amerikaanse overheidsfinanciën, zal zij Amerikaans papier blijven opkopen om haar beleid van exportgeleide groei te ondersteunen met een goedkope munt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Diversificatie van haar portefeuille aan buitenlandse reserves en appreciatie van de yuan zal slechts geleidelijk plaatsvinden.

Toch kan het verlies van de AAA-rating op termijn wel tot een verminderde vraag naar Amerikaans overheidspapier leiden. Mandaten van institutionele beleggers geven vaak aan welk deel van de portefeuille in papier met de hoogste rating moet worden belegd. Op dit moment is er slechts één grote kredietbeoordelaar (S&P) die Amerika niet de hoogste rating geeft, maar als Moody's en eventueel ook Fitch volgen, zouden deze beleggers gedwongen kunnen worden om Amerikaanse overheidsobligaties te verkopen.

Angst voor een dubbele dip

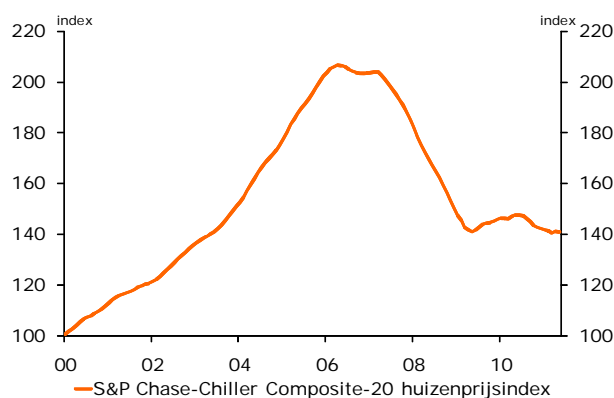
De afwaardering door S&P op 5 augustus kwam op een ongelukkig moment, want de markten waren toen al twee weken in mineur door de steeds verder om zich heen grijpende schulden crisis in de eurozone en twijfels over het wereldwijde economische herstel, zie ook de bijdragen *Eurozone* en *Blik op de wereld* elders in dit kwartaalbericht. Ook van een blik in de achteruitkijkspiegel werden beleggers niet vrolijk. Op 29 juli liet een grootschalige herziening van de Amerikaanse BBP-cijfers vanaf 2003 zien dat de economie in het eerste kwartaal van 2011 slechts met 0,4% was gegroeid, in plaats van de eerder gepubliceerde 1,9%. In feite zijn de Amerikanen in het eerste kwartaal ternauwernood aan economische krimp ontsnapt, zonder dat zij het wisten. Bovendien bleef de eerste schatting voor het tweede kwartaal steken op 1,3%, terwijl de markten op 1,8% hadden gerekend.

Figuur 5: Inflatie en kerninflatie VS



Bron: BLS, Reuters EcoWin

Figuur 6: Huizenprijzen VS



Bron: S&P, Reuters EcoWin

Verenigde Staten

Het gevaar bestaat dat economische cijfers en marktsentiment een neerwaartse spiraal creëren. Sterke dalingen op de aandelenbeurzen tasten het vertrouwen van consumenten en producenten aan, waardoor zij minder besteden, investe-

Figuur 7: Consumentenvertrouwen VS



Bron: University of Michigan

ren of mensen aannemen. Als dit leidt tot slechter dan verwachte economische cijfers, kan dit weer tot nieuwe dalingen in aandelenprijzen leiden. Deze neerwaartse spiraal kan bovendien worden versterkt door onrust over de overheidsschuldencrisis in de eurozone en daarmee samenhangende oplopende spanningen in de bancaire sector. Ook de moeizame besluitvorming over de sanering van de Amerikaanse overheidsfinanciën draagt bij aan het negatieve sentiment. Uiteindelijk kan deze neerwaartse spiraal leiden tot een nieuwe recessie. Er is inmiddels al flinke schade aangericht: de eerste regionale bedrijfsenquêtes voor augustus wijzen op een krimpende industrie aan de oostkust en het consumentenvertrouwen is gedaald tot het niveau van de recessie van 2008-2009. De Amerikaanse economie laat zich vergelijken met een vliegtuig dat steeds meer snelheid verliest. Als de snelheid van een vliegtuig onder een bepaald minimum ('stall speed') komt, stort het neer.

Maar zelfs als het vliegtuig langs de boomtoppen scheert -zoals in ons basis-scenario- en we een recessie weten te vermijden, gaat 2011 de boeken in als een slecht jaar. We verwachten dat de Amerikaanse economie in 2011 in dat geval per saldo met slechts 1,7% groeit, een fikse groeivertraging ten opzichte van 2010, toen we nog een hoopgevende 3,0% konden noteren. Als we verder vooruitkijken blijft het beeld somber. De onderliggende problemen in de economie zullen ook in 2012 niet verdwenen zijn. De federale overheid zal de komende tien jaar flink moeten bezuinigen om de schuldenlast op zijn minst te stabiliseren. Consumenten worstelen nog steeds met hun huishoudboekje en de werkloosheid neemt nauwelijks af, omdat de economie te traag groeit. Bovendien is het aanbodoverschot op de huizenmarkt nog lang niet weggewerkt. Daarom verwachten we ook in 2012 nog geen terugkeer naar de trendmatige groeisnelheid van 3,4% van vóór de recessie van 2008-2009.

Amerika vliegt op één motor

Zijn er nog mogelijkheden voor beleidsmakers om de economie te stimuleren? In principe kunnen overheden en centrale banken de conjunctuur bijsturen met begrotingsbeleid (overheidsuitgaven, belastingen) en monetair beleid (rente, geldhoeveelheid). Nu de Amerikaanse overheid onder vuur ligt van de kredietbeoordelaars, zijn de mogelijkheden voor de overheid om de economie te

Verenigde Staten

stimuleren door begrotingspolitiek echter beperkt. Er zal de komende jaren flink moeten worden bezuinigd. Nieuwe stimuleringsmaatregelen zullen budget-neutraal moeten zijn. Dit betekent dat het vooral de centrale bank is die het

herstel zal moeten ondersteunen met monetair beleid. Als we de vergelijking met een vliegtuig doortrekken, kunnen we concluderen dat de Amerikaanse economie op één motor verder moet vliegen de komende jaren.

Maar zelfs de opties van de Amerikaanse centrale bank zijn niet onuitputtelijk. Op 9 augustus maakte de Fed haar belofte om de beleidsrente extreem laag te houden al explicieter met "tenminste tot medio 2013" in plaats van "voor langere tijd". De markten hebben hun hoop nu vooral gevestigd op een derde ronde van kwantitatieve verruiming (QE3). Bernanke heeft aangegeven hiertoe

bereid te zijn als de economische vertraging langer duurt dan verwacht en het risico van deflatie terugkeert. De kerninflatie (exclusief voedsel en energie) steeg in juli echter tot 1,8%, terwijl de inflatie (inclusief voedsel en energie) onveranderd op 3,6% bleef. Daarmee lijkt deflatiegevaar op dit moment geen reden voor de Fed om opnieuw tot kwantitatieve verruiming over te gaan. Dit zou kunnen veranderen als de economie wegzakt in een tweede recessie.

Mogelijkheden monetair beleid beperkt

Daar komt nog bij dat de mogelijkheden van monetair beleid in de huidige situatie beperkt zijn: het verder omlaag brengen van de kapitaalmarktrente lijkt niet veel zoden aan de dijk te zetten; deze is immers al bijzonder laag en dus niet het werkelijke probleem voor de Amerikaanse economie. Allereerst is er een enorm aanbodoverschot op de huizenmarkt na het knappen van de zeepbel en zijn consumenten nog steeds bezig hun schuldenlast af te bouwen. Verder heeft de buitengewoon zware recessie een enorm gat geslagen in de werkgelegenheid, dat niet snel te dichten is. Bovendien moet de overheid haar financiën op orde zien te brengen de komende jaren. Het oplossen van deze problemen kost tijd en lage rentes kunnen het proces hooguit minder pijnlijk maken.

Tabel 1: Kernegevens VS

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	3,0	1½	2
Particuliere consumptie	2,0	2	1¾
Overheidsconsumptie	0,9	-2	0
Investeringen	2,6	5¼	5
Uitvoer goederen en diensten	11,3	7	6
Invoer goederen en diensten	12,5	5	3¾
Consumentenprijzen	1,7	3	2¼
Werkloosheid (%)	9,7	9	8¾
Begrotingsaldo (% BBP)	-10,6	-9¾	-8½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank