

Verenigde Staten

Groeivertraging of 'dubbele dip'?

Het herstel van de Amerikaanse economie heeft de afgelopen maanden aan kracht verloren. De angst voor een 'dubbele dip', hernieuwde krimp van de economische activiteit, is flink opgelopen in de financiële markten. Toch lijkt er nog voldoende kracht in de economie te zitten om een tweede recessie te ontlopen. Cruciaal hierbij is wel dat bedrijven voldoende vertrouwen hebben in de toekomst van de Amerikaanse economie zodat de banenmachine weer op gang komt.

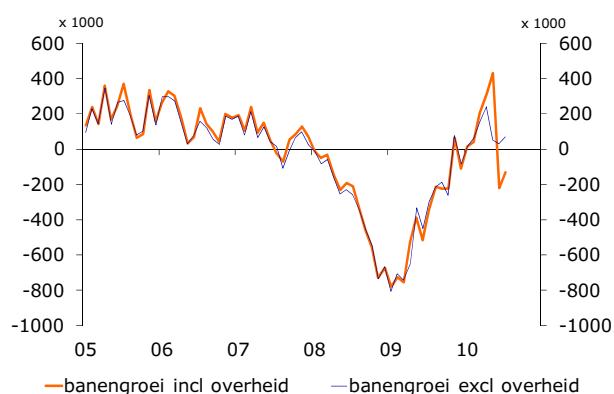
Amerikaanse banenmachine hapert

In het vorige Kwartaalbericht konden we nog melden dat de Amerikaanse banenmachine weer op gang was gekomen. Na april is de werkgelegenheidsgroei in de particuliere sector echter flink in tempo afgenomen (zie figuur 1). De totale werkgelegenheid piekte een maand later, om vervolgens weer te krimpen. Maar dat werd vooral veroorzaakt door de tijdelijke afname van het aantal overheidsbanen in verband met de afronding van de tienjaarlijkse volkstelling in de VS. Daarom moeten we ons vooral op de banengroei in de particuliere sector richten om een goed beeld te krijgen van de Amerikaanse conjunctuur. In april kwamen daar nog 241.000 banen bij, maar als we daarna de werkgelegenheidsgroei in mei, juni en juli bij elkaar optellen, blijft de teller steken op 153.000. Er komen dus nog steeds banen bij, maar in een laag tempo en bij lange na niet genoeg om de tijdens en na deze recessie opgelopen verliezen (in totaal 8,4 miljoen banen in 2008-2009) substantieel in te lopen.

... maar dit hebben we al eerder meegemaakt

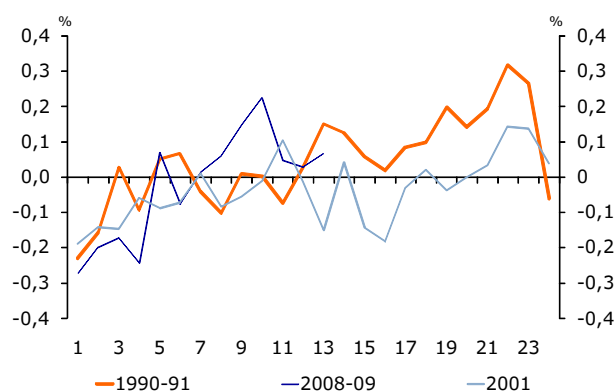
Hoeveel zorgen moeten we ons maken om deze hapering in de banenmachine? Om de recente cijfers in perspectief te plaatsen, maken we in figuur 2 een vergelijking met de werkgelegenheidsontwikkeling in de particuliere sector na de twee voorgaande recessies (1990-1991 en 2001), die eveneens werden gekenmerkt door een moeizaam herstel van de arbeidsmarkt. De drie lijnen starten

Figuur 1: Banengroei incl. en excl. overheid



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Particuliere banengroei na recessie



Bron: Reuters EcoWin

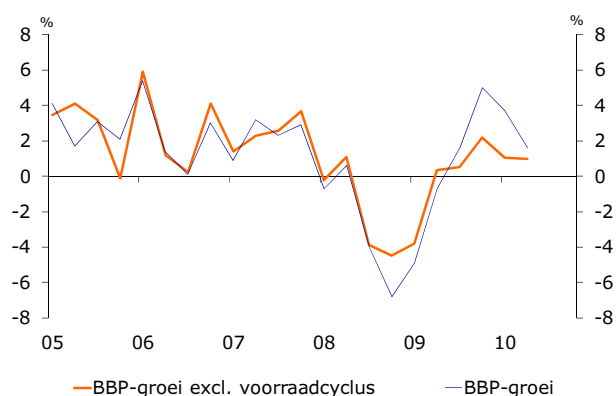
Verenigde Staten

onder de nullijn, waarmee wordt bevestigd dat elke recessie na de jaren tachtig inderdaad werd gevolgd door een 'jobless recovery'. In de eerste vier maanden na de recessie van 2008-2009 verdwenen er meer banen dan na de twee voorgaande recessies. De buitengewone intensiteit van de meest recente recessie liet nog duidelijk sporen na tijdens het begin van het economisch herstel. In de eerste zeven maanden van 2010 hebben we echter alleen maar stijgingen in de werkgelegenheid in de particuliere sector gezien, terwijl in vergelijkbare fases na de twee voorgaande recessies nog regelmatig banenkrimp optrad. Al met al is de werkgelegenheidsontwikkeling nu niet slechter dan na de recessies van 1990-1991 en 2001.

... en meer teleurstellingen in het verschieft

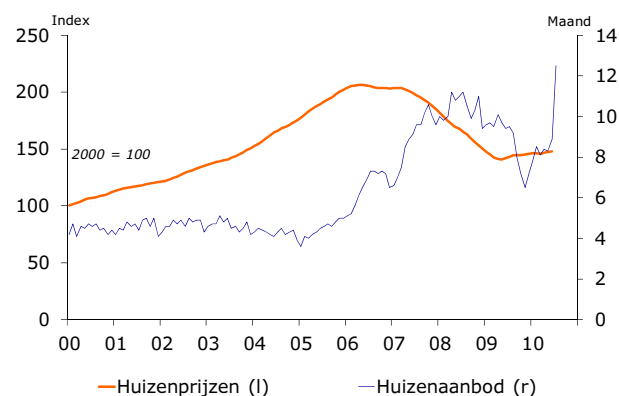
Bovendien leert figuur 2 ons ook iets voor de toekomst. Op basis van de werkgelegenheidsontwikkeling na de recessies van 1990-1991 en 2001 kunnen we nog flinke tegenvallers verwachten, inclusief maanden van werkgelegenheidskrimp. Zo daalde de werkgelegenheid tussen de twaalfde en twintigste maand na het einde van de recessie van 2001, met het grootste banenverlies (198.000) in de zestiende maand. Deze episode komt ruwweg overeen met het laatste kwartaal van 2002 en de eerste helft van 2003. In het laatste kwartaal van 2002 vertraagde de BBP-groei tot 0,1%, maar de economie kwam daarna weer op gang. Een ander voorbeeld vond maar liefst 24 maanden na het einde van de recessie van 1990-1991 plaats, toen er 56.000 banen verloren gingen in de particuliere sector. Dit gebeurde tijdens het eerste kwartaal van 1993, toen het tempo van de BBP-groei afnam tot 0,7%. De economische groei versnelde echter weer in de rest van dat jaar. Deze tegenvallers in de werkgelegenheidsontwikkeling vielen dus samen met een fikse groeivertraging, maar er was in beide gevallen geen sprake van een 'double dip.' Dus ook als we nog meer tegenvallende werkgelegenheidscijfers te zien krijgen in het komende jaar, hoeven die niet per se op een dubbele dip te wijzen, maar kunnen ze consistent zijn met slechts een groeivertraging.

Figuur 3: BBP-groei incl. en excl. voorraadcyclus



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Huizenprijzeniveau en aanbodoverschot



Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

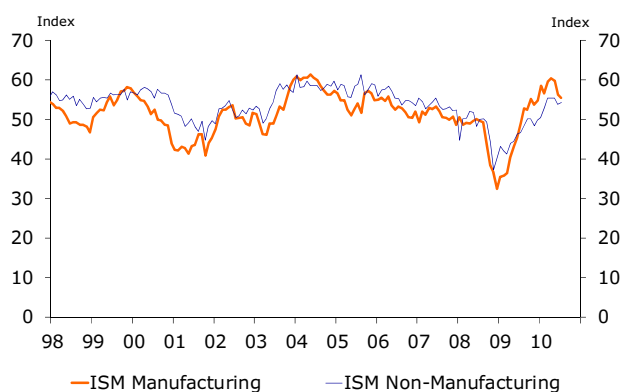
Groeivertraging

De reële BBP-groei is vertraagd van 3,7% (k-o-k, geannualiseerd) in het eerste kwartaal van 2010 tot 1,6% in het tweede kwartaal. Wij verwachten dat deze groeivertraging zich doorzet in de tweede helft van het jaar met 1,4% groei in het derde en vierde kwartaal. Die verwachting rust op drie pijlers. Ten eerste is de bijdrage van de voorraadcyclus aan de economische groei over het hoogtepunt heen (figuur 3). Verdere productiestijgingen moeten dan ook worden uitgelokt door extra eindvraag van huishoudens (consumptieve bestedingen) en bedrijven (investeringen). Consumenten, en dat is de tweede pijler, zijn echter nog bezig hun schulden af te bouwen en hebben daardoor slechts beperkte ruimte om extra geld uit te geven. Bovendien ondermijnt de hoge werkloosheid het consumentenvertrouwen. Huizenbouwers ten slotte zien in het aanbodoverschot op de huizenmarkt (figuur 4) geen prikkel om te investeren in woningbouw. Pas in de loop van 2011 –als de werkloosheid de weg omlaag weer heeft weten te vinden– verwachten we dat het herstel aan kracht wint, waardoor het groeicijfer voor 2011 naar verwachting op 2,4% uitkomt.

Amerika's hoop in bange dagen

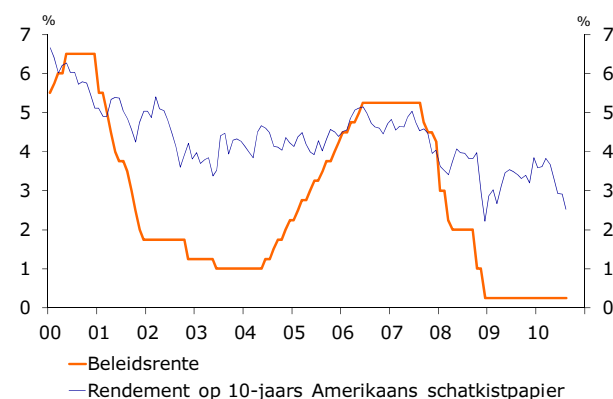
Waarom denken wij dan toch dat er nog voldoende kracht in de Amerikaanse economie zit om een dubbele dip te voorkomen? Vooral omdat het bedrijfsleven er betrekkelijk goed voor staat, na rigoureuze kostenreducties, met als keerzijde de torenhoge werkloosheid. De inkoopmanagersindices wijzen –ondanks recente dalingen– nog steeds op BBP-groei (zie figuur 5). De bedrijfsinvesteringen zijn weer op gang gekomen en voorraden zijn weer aangevuld. Het enige wat bedrijven nog niet hebben gedaan, is het uitbreiden van het personeelsbestand. Net als tijdens de voorgaande twee recessies, is eerst gekozen voor het maximaal inzetten van de huidige werknemers. Dit was ook af te lezen uit de gestegen arbeidsproductiviteit. Maar uiteindelijk zullen bedrijven nieuwe werknemers moeten aantrekken om de groei in de vraag naar goederen en diensten bij te

Figuur 5: Vertrouwen inkoopmanagers



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 6: Beleidsrente en rendement op 10-jaars Amerikaans schatkistpapier



Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

kunnen houden. Op dit moment is de onzekerheid over de economische vooruitzichten echter groot en zijn bedrijven nog voorzichtig met het aannemen van nieuw personeel. In geval van een dubbele dip zouden ze tenslotte weer snel mensen moeten ontslaan. Het probleem van een groeivertraging is dat lang onduidelijk blijft of het bij een groeivertraging blijft, of dat de economie wegzakt in een recessie. Pas wanneer deze onzekerheid afneemt –en duidelijk wordt dat een recessie uitblijft– zullen bedrijven weer (op grotere schaal) mensen gaan aannemen en kan de economie weer goed op gang komen. Een dalende werkloosheid stimuleert namelijk de particuliere consumptieve bestedingen en reduceert het aanbodoverschot op de huizenmarkt (zie figuur 4). Een hoge werkloosheid leidt immers tot executieverkopen van woningen, waardoor het aanbod van woningen toeneemt. Bovendien zorgt de hoge werkloosheid voor een daling van het aantal potentiële huizenkopers, waardoor de vraag naar woningen wordt afgeremd. Als echter het aanbodoverschot afneemt, kunnen de huizenprijzen weer stijgen en zal dit via herstel van vermogensposities en vertrouwen een steun in de rug van consumenten zijn. Bovendien geeft een gereduceerd aanbodoverschot huizenbouwers weer een prikkel om te investeren in woningbouw. Een stijging in de particuliere consumptieve bestedingen geeft bedrijven ook weer een reden om te investeren en extra mensen aan te trekken. Zo kan een acceleratie in de werkgelegenheidsontwikkeling dus leiden tot een blijvend herstel van de economische groei.

Bang voor de toekomst?

De relatief goede uitgangspositie van het Amerikaanse bedrijfsleven is geen garantie voor herstel. Aanhoudende angst voor een dubbele dip kan ertoe leiden dat bedrijven het aannemen van nieuw personeel blijven uitstellen. Na een piek in april hebben we de inkoopmanagersindices dan ook weer zien dalen (figuur 5). Behalve onzekerheid over de conjunctuur maakt het bedrijfsleven zich zorgen over een aantal structurele problemen. De regering-Obama bemoeit zich nadrukkelijker met het bedrijfsleven dan de vorige regering. De toename in regelgeving maakt bedrijven huiverig om grote stappen te zetten. Problemen met de overheidsfinanciën en dreigende belastingverhogingen op federaal en lokaal niveau dragen ook bij aan de onzekerheid van het Amerikaanse bedrijfsleven over de toekomst. Hoewel de ingrediënten voor een blijvend herstel aanwezig zijn, kunnen een overmaat aan onzekerheid en een tekort aan vertrouwen alsnog roet in het eten gooien. Dit is niet ons basisscenario, maar wel een risico. In dat geval zal de druk vooral op de Fed komen te liggen, omdat de politieke steun voor een nieuw stimuleringspakket beperkt is. Het kan dan nog een hele klus worden voor de centrale bank om de economie uit een tweede recessie te halen. De beleidsrente heeft de bodem al bereikt (figuur 6) en de vraag is of het opkopen van nog meer schatkistpapier (en/of obligaties gedekt door hypotheek) op de open markt de economie dan nogmaals op gang kan brengen.

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com
Financial Markets Research, Rabobank International