

## Visie op de VS 2023 - In geleende tijd

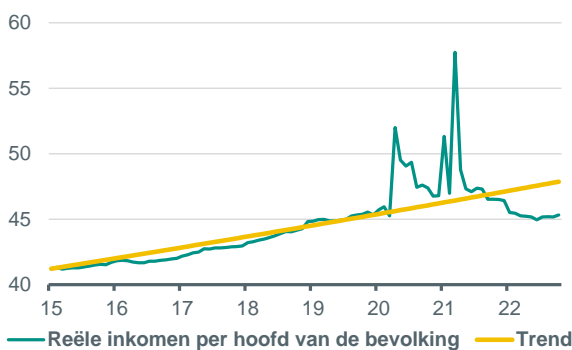
Bill Diviney - Senior Econoom | [bill.diviney@nl.abnamro.com](mailto:bill.diviney@nl.abnamro.com)

- ▶ **De Amerikaanse consument heeft zich een groot deel van 2022 verrassend veerkrachtig getoond**
- ▶ **Echter, dalende reële inkomens en slinkende spaaroverschotten zullen nu naar verwachting een krachtige rem zetten op de consumptie. Dit zal de inflatie helpen in haar neerwaartse trend...**
- ▶ **...terwijl na het vasthouden van arbeid in 2022 een stijging van de werkloosheid in 2023 volgt.**
- ▶ **De Fed zal de rente op korte termijn blijven verhogen, maar wij verwachten 125 basispunten aan renteverlagingen tegen eind 2023.**

De afrekening nadert voor de almachtige Amerikaanse consument. Het reële inkomen per hoofd van de bevolking, dat in maart 2021 dankzij stimulerend beleid een piek bereikte, is sindsdien vrijwel constant gedaald en ligt nu ongeveer 5% onder het niveau dat het zonder de pandemie zou hebben bereikt. Gedurende het grootste deel van deze periode van dalende reële inkomens hebben de consumenten hun bovenmatige consumptie van goederen gehandhaafd door hun forse spaaroverschotten aan te spreken. Voor de laagste 20% van de inkomens was dit spaaroverschot medio 2022 al opgebruikt. Voor de overige inkomensgroepen kwamen de spaaroverschotten volgens ons in oktober overeen met ongeveer de helft van hun piek. Nu de spaarquote met 2,3% in oktober ver onder het niveau van vóór de pandemie (7-8%) ligt, hebben de consumenten (nu ook op krediet kopen veel duurder is geworden) snel geen ruimte meer om de nog steeds hoge inflatie op te vangen. Wij verwachten geen 'Wile E. Coyote'-achtige vrije val van de economie, zoals de voormalige minister van Financiën Larry Summers onlangs als mogelijkheid opperde. Wel verwachten we een milde recessie in het komende jaar, met een stagnerende binnenlandse vraag die het werkloosheidspercentage tegen eind 2023 doet oplopen tot 5%. In combinatie met een verwachte daling van de inflatie zou dit de Fed het vertrouwen moeten geven om na een agressieve campagne van renteverhogingen haar voet van de rem te halen. Wij blijven dan ook aanzienlijke renteverlagingen verwachten tegen eind 2023, doorlopend in 2024.

### Reële inkomens liggen ongeveer 5% onder de trend...

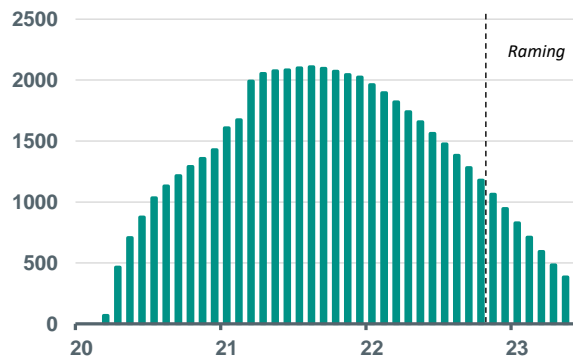
USD, x 1000



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### ...terwijl spaaroverschotten snel worden afgebouwd

Spaaroverschot opgebouwd tijdens pandemie (onze berekening; mld USD)



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

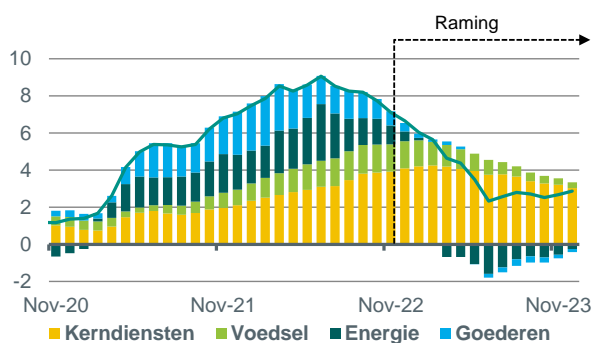
Wat de groei betreft, gaf 2022 een rommelig, gemengd beeld. Het nominale bbp stagneerde per saldo in de eerste drie kwartalen van het jaar. Op een onverwachte daling in de eerste helft van het jaar volgde een bescheiden herstel in het derde kwartaal. Voor het grootste deel werd deze groeidynamiek beïnvloed door een nog steeds sterk verstoorde aanbodzijde, waarbij de schommelingen in de voorraden en de netto-uitvoer de moeilijkheden weerspiegelen die bedrijven ondervinden bij het voorspellen van zowel het consumentengedrag als de beschikbaarheid van goederen en andere productiemiddelen. De onderliggende binnenlandse vraag heeft zich wel redelijk volgens onze verwachtingen gedragen: een bescheiden groei begin 2022 werd gevolgd door een stagnatie in het tweede en derde kwartaal. Waar de binnenlandse vraag verraste, was de samenstelling ervan. De consumptie was opmerkelijk veerkrachtig ondanks het historisch lage consumentenvertrouwen en de dalende reële inkomens, terwijl de investeringen onverwacht zwak waren als gevolg van een snelle terugval van de investeringen in woningen. Historisch gezien is de huizenmarkt een van de meest rentegevoelige onderdelen van de economie: deze bevindt zich nu dan ook al in een correctie die waarschijnlijk tot ver in volgend jaar zal aanhouden.

Hoe zal het de economie vergaan? Consumptiecijfers over het begin van het vierde kwartaal wijzen voorlopig op een aanhoudende veerkracht. Ook de netto-uitvoer zal de groei waarschijnlijk blijven ondersteunen, aangezien het herstel aan de aanbodzijde gepaard gaat met een grotere vraag naar Amerikaanse energie-exporten (vooral uit Europa). Nu we 2023 naderen verwachten wij echter dat de dubbele tegenwind voor de consument, namelijk lagere reële inkomens en een verdere afname van het spaaroverschot, de consumptie steeds meer onder druk zal zetten. Daarbij zal een verwachte daling van de goederenconsumptie een aanhoudend (zij het steeds trager) herstel in de dienstensector overtreffen. Ook de bedrijfsinvesteringen zullen waarschijnlijk vrij zwak blijven gezien de hoge rentevoeten en de bezorgdheid over een recessie. Al met al verwachten wij dat de bbp-groei op jaarbasis sterk zal vertragen, van 1,9% in 2022 tot 0,5% in 2023. Voor 2024 verwachten wij dat renteverlagingen door de Fed een opleving van de consumptie en de investeringen zullen stimuleren. Dit gaat gepaard met een toename van de bbp-groei op jaarbasis, tot 2%.

Vanzelfsprekend is de ontwikkeling van de inflatie - en daarmee van het monetaire beleid - een essentieel onderdeel van deze groeivoorzichten. De consumentenprijsinflatie bedroeg in juni 9,1% op jaarbasis, en dat was volgens ons het hoogtepunt. Sindsdien is de inflatie teruggelopen tot 7,7% in oktober, en wij verwachten dat die dalende trend de komende maanden zal aanhouden. Naar verwachting wordt de daling van de inflatie op de korte termijn grotendeels aangedreven door dalende prijzen voor energie en goederen (met name tweedehands auto's en kleding). Daarentegen zal de kerninflatie naar verwachting hoog blijven als gevolg van de doorwerking van eerdere stijgingen van de woninghuren en van prijsdruk in de dienstensector, gevoed door hogere inputkosten en de krappe arbeidsmarkt. Ook hier verwachten wij echter een aanzienlijke afkoeling, die vooral in de tweede helft van 2023 zal plaatsvinden. Uit *realtime* gegevens over nieuwe huurcontracten blijkt dat de huren van woningen nu dalen na een verbluffende stijging in de afgelopen twee jaar. Door de CPI-methodologie zal dit echter waarschijnlijk pas over enkele maanden in de inflatiegegevens tot uiting komen. Toch is de Fed zich hier terdege van bewust. Wij verwachten niet dat deze vertragingen een belemmering zullen vormen voor renteverlagingen. Al met al verwachten wij dat de door de Fed geprefereerde inflatiemaatstaf (*PCE - Personal Consumption Expenditures*) dicht bij de 2%-doelstelling van de centrale bank zal liggen, en dat zowel de algemene inflatie als de kerninflatie in de loop van 2024 de doelstelling zullen bereiken.

### Inflatie blijft dalen

% pps j-o-j



Bron: Refinitiv, ONS, ABN AMRO Group Economics

### Het aantal ontslagen begint toe te nemen...

Aantal ontslagen per maand, x 1000



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Naast de inflatieverwachtingen is uiteindelijk de arbeidsmarkt op de langere termijn de belangrijkste bepalende factor voor de inflatie. De arbeidsmarkt is dit jaar uitzonderlijk krap gebleven, ondanks de algemene afkoeling van de economie. In oktober waren er nog altijd 1,7 vacatures per elke werkloze (in normale tijden ligt dit cijfer onder de 1). Het beeld begint echter wel wat te verslechteren. De vacatures piekten in maart en vertonen sindsdien een dalende trend, en ook het aantal ontslagen is licht gestegen. Volgens het laatste Beige Book van de Fed gaven de ondervraagde bedrijven in november aan "terughoudend te zijn om werknemers te ontslaan in het licht van de moeilijkheden om nieuw personeel te werven, ook al werd hun behoefte aan arbeidskrachten kleiner". Dit vasthouden van arbeid (*labour hoarding*) is volgens ons onhoudbaar. Nu het steeds duidelijker wordt hoe zwak de groei in 2023 zal zijn, verwachten wij dat het aantal ontslagen zal toenemen, de loongroei negatief zal worden en de werkloosheid zal gaan stijgen. Een aanhoudende stijging van de werkloosheid zal voor de NBER waarschijnlijk volstaan om een recessie uit te roepen, zelfs al zou het bbp niet voldoen aan de technische definitie van een recessie (namelijk twee opeenvolgende kwartalen van krimp).

Door de zeer krappe arbeidsmarkt en het aanhoudende risico dat de inflatieverwachtingen nog naar boven worden bijgesteld, zal de Fed de beleidsrente tijdens de komende drie FOMC-vergaderingen waarschijnlijk blijven verhogen. Na een verwachte verhoging met 50 bp in december voorzien wij nog twee verhogingen met 25 bp in februari en maart. Daarmee komt de bovengrens van de fed funds rate uit op 5%. Op de korte termijn blijven de risico's ten aanzien van de beleidsrente opwaarts gericht. De krapte op de arbeidsmarkt kan immers de loonstijging nog verder onder druk zetten, waardoor de bezorgdheid over de inflatievooruitzichten op middellange termijn zou toenemen. Tegen het derde kwartaal van 2023 verwachten wij echter dat de maandelijkse kerninflatie veel dichterbij het normale niveau zal liggen en dat de werkloosheid een solide stijgende tendens zal vertonen. Wij denken dat dit voldoende zal zijn om de Fed ervan te overtuigen dat het monetaire beleid op dat moment te restrictief is. Daarom verwachten wij dat de eerste van een reeks renteverlagingen zal plaatsvinden tijdens de FOMC-vergadering in september. Wij denken dat de bovengrens van de fed funds rate per eind 2023 alweer is verlaagd naar 3,75%. Met een verdere normalisatie van de inflatie in 2024 verwachten we dat de beleidsrente in 2024 verder wordt gereduceerd naar het neutrale niveau van 2,5%.

## Kerncijfers VS

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Economie (% mutaties)</b>					
BBP	-2.8	5.9	1.9	0.5	2.0
- Particuliere consumptie	-3.0	8.3	2.7	1.0	2.1
- Investeren	-2.3	7.4	-0.1	0.0	2.2
- Netto uitvoer (bijdrage aan BBP-groei, %-punt)	-0.2	-1.7	-0.7	0.3	-0.3
Inflatie (PCE)	1.1	4.0	6.2	3.1	1.9
- Kerninflatie (PCE)	1.3	3.5	5.0	3.4	2.1
Werkloosheid (%)	8.10	5.35	3.67	4.38	5.17
<b>Rente en valuta (jaarultimo)</b>					
Fed funds rate	0.3	0.3	4.5	3.8	2.5
10yr yield	0.85	1.70	3.50	3.00	2.75
EUR/USD	1.18	1.14	1.05	1.08	1.12

Source: ABN AMRO Economisch Bureau

## DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het is uitsluitend bedoeld om financiële en algemene informatie over economie te verstrekken. De informatie in dit document is strikt vertrouwelijk en wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt. Het mag niet (geheel of gedeeltelijk) worden gereproduceerd, verspreid of doorgegeven aan derden of worden gebruikt voor andere doeleinden dan hierboven vermeld. Dit document is informatief van aard en vormt geen aanbod van effecten aan het publiek, noch een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag voor geen enkel doel worden vertrouwd op de informatie, meningen, prognoses en veronderstellingen in het document of op de volledigheid, nauwkeurigheid of billijkheid ervan. Er wordt door of namens ABN AMRO, haar directeurs, functionarissen, agenten, verbonden ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geen verklaring of garantie, uitdrukkelijk of impliciet, gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie en er wordt geen aansprakelijkheid aanvaard voor enig verlies dat direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De standpunten en meningen in dit document kunnen te allen tijde worden gewijzigd en ABN AMRO is niet verplicht de informatie in dit document na de datum ervan te actualiseren.

Voordat u in een product van ABN AMRO Bank N.V. belegt, dient u informatie in te winnen over de verschillende financiële en andere risico's en eventuele beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten op grond van de toepasselijke wet- en regelgeving te maken kunnen krijgen. Indien u na lezing van dit document overweegt in een product te beleggen, wordt u geadviseerd een dergelijke belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijk adviseur en na te gaan of het betreffende product -gezien de risico's- past binnen uw beleggingsactiviteiten. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor dit materiaal te wijzigen.

© Copyright 2022 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")