

Visie op de VS 2021

Bill Diviney, Senior Econoom

tel: +31 6 4778 4657 / bill.diviney@nl.abnamro.com

Bidens ambitieuze uitgavenplan

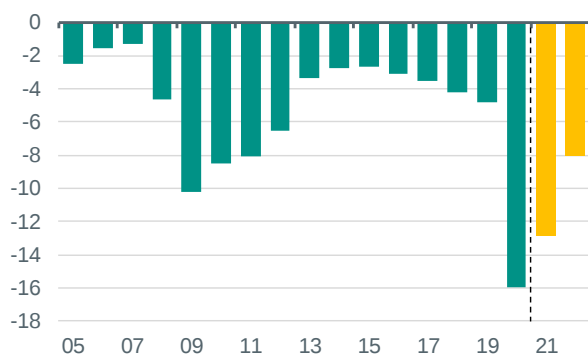
- ▶ De recessie in de VS in 2020 was milder dan verwacht
- ▶ Lichtere lockdowns en een agressieve beleidsreactie hebben hierbij geholpen
- ▶ De uitrol van vaccins wijst op een volledige heropleving van de economie in het 2e kwartaal...
- ▶ ...terwijl president Bidens ambitieuze uitgavenplan de economisch groei de komende jaren tot ver boven het trendmatige niveau zal opstuwten ...
- ▶ Door wrijvingen op de arbeidsmarkt zal de werkloosheidsdaling nu echter geleidelijker verlopen
- ▶ Hierdoor zal de inflatie laag blijven en zal het monetair beleid accommoderend blijven

Een minder harde recessie én een krachtiger herstel

Ten aanzien van de covid-19-pandemie hebben de VS zich in twee opzichten onderscheiden: 1) vanuit het oogpunt van de volksgezondheid behoren de VS tot de zwaarst getroffen landen; en 2) het is dan ook verrassend dat de economische gevolgen relatief gering zijn geweest - de economie is in 2020 met 3,5% gekrompen, een van de geringste in de ontwikkelde wereld. Wij zien hiervoor drie hoofdredenen. Ten eerste waren de aanvankelijke lockdowns in maart en april 2020 niet zo streng als elders. Ten tweede is de fiscale en monetaire steun voor de economie een van de meest doortastende en agressieve ter wereld geweest. Ten derde zijn de regeringen van de verschillende Amerikaanse staten veel terughoudender geweest om zich bij de Europese landen aan te sluiten en nieuwe lockdowns op te leggen als reactie op de tweede en derde golf van de pandemie. Na een mildere recessie in 2020 ziet het er ook naar uit dat de VS beter zullen presteren tijdens het herstel van 2021. De krappe meerderheid in de Senaat van de nieuwgekozen president Biden, in combinatie met een aanhoudend verruimend monetair beleid, geeft hem veel macht om de komende jaren agressief geld uit te geven om het economische herstel te ondersteunen. Daarom hebben wij onze groeiprognozes sinds de verkiezingen aanzienlijk verhoogd.

Voortdurende massale overheidsuitgaven...

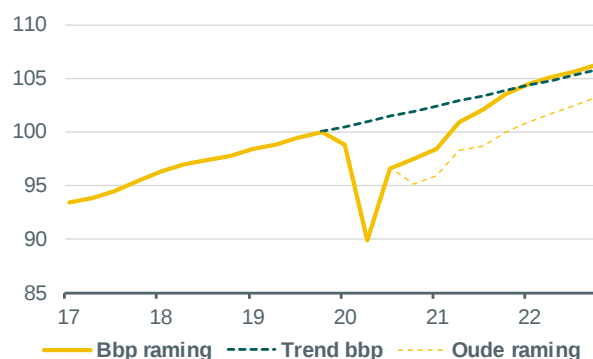
Begrotingssaldo, % bbp



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

...om een sneller herstel te ondersteunen

Bbp, vierde kwartaal 2019 = 100



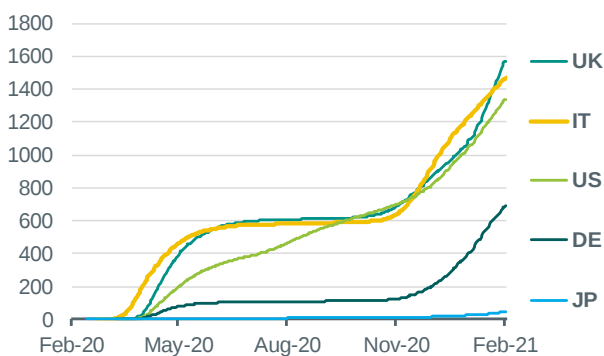
Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Zwaar getroffen door de pandemie...

Om te begrijpen waar de Amerikaanse economie dit jaar naartoe gaat, is het belangrijk eerst te begrijpen waarom de economie tot nu toe veel minder hard is getroffen door de pandemie dan andere. Hoewel de derde golf van de pandemie nu aan het afzwakken is, zou de verspreiding van nieuwe, meer overdraagbare covid-19-varianten een vierde golf kunnen aanwakken (dit ondanks de uitrol van vaccins, hetgeen later wordt besproken). Volgens bijna elke volksgezondheidsmaatstaf zijn de VS een van de zwaarst getroffen ontwikkelde landen - zij hebben een van de hoogste cumulatieve gevallen, ziekenhuisopnames en sterfgevallen per hoofd van de bevolking. Desondanks zijn de lockdown maatregelen relatief mild geweest. Tot op zekere hoogte kan dit worden verklaard door de politiek: Door Republikeinen geleide staten zijn veel minder bereid tot lockdowns dan door Democraten geleide staten. Het lijkt er echter ook op dat - enkele opmerkelijke uitzonderingen zoals Californië daargelaten - de tweede en derde golf de zorg niet zo zwaar hebben belast als de eerste. Hoewel het totale aantal ziekenhuisopnames in de VS hoger was, was de geografische spreiding gelijkmatiger; in geen enkele staat werden de ziekenhuizen zo zwaar belast als in New York tijdens de eerste golf.

De VS behoren tot de zwaarst getroffen...

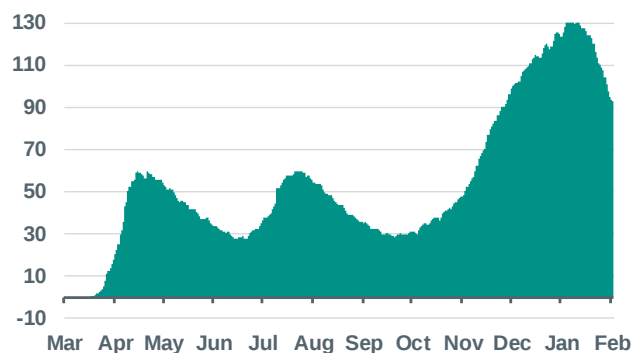
Cumulatieve covid-19 sterfgevallen per miljoen



Bron: Johns Hopkins University, ABN AMRO Economisch Bureau

...maar de derde golf is nu aan het afzwakken

Covid-19 ziekenhuisopnames, duizenden



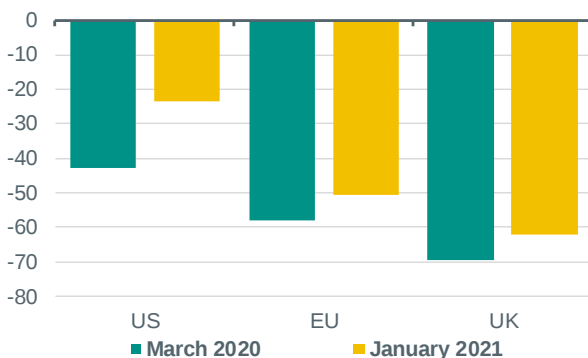
Bron: COVID Tracking Project, ABN AMRO Economisch Bureau

...maar veel mildere lockdown beperkingen

Lichtere lockdowns hebben geleid tot een veel kleinere afname van de economische activiteit. Dit wordt bevestigd door de gegevens van Google, waaruit blijkt dat het aantal bezoeken aan winkels in januari met ongeveer 20% jaar-op-jaar is gedaald, terwijl dat in de meeste Europese landen meer dan 50% was. Volgens *OpenTable* blijkt dat de horeca weliswaar een nieuwe klap heeft gekregen, maar dat die klap veel kleiner is dan tijdens de eerste golf. De restaurants draaien op ongeveer de helft van hun normale capaciteit, terwijl ze tijdens de eerste golf volledig waren gesloten.

De recente beperkingen waren relatief mild...

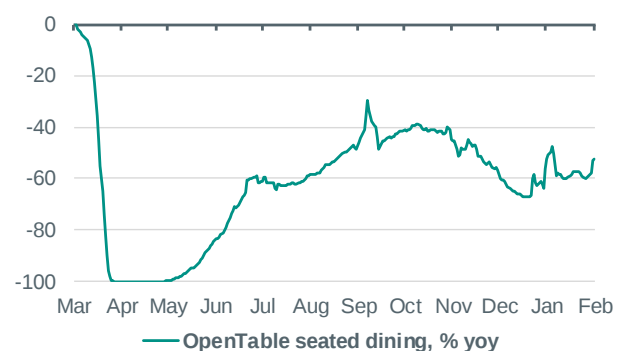
Bezoek aan detailhandels- en recreatie-instellingen, % j.o.j.



Bron: Google, ABN AMRO Economisch Bureau

...wat leidt tot een minder grote klap voor de

OpenTable dineren in restaurants, % j.o.j.



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Agressieve overheidssteun heeft ook de consumptie geholpen

Naast de veel mildere lockdowns is de economische schade ook beperkt gebleven omdat de consumenten verrassend snel zijn overgeschakeld van uitgaven aan restaurants en bars naar uitgaven aan goederen. Dit is waarschijnlijk gestimuleerd door agressieve fiscale steun, waaronder twee zogeheten *stimulus checks* van in totaal \$1800 per persoon (uitgekeerd aan iedereen behalve de hoogste inkomens), alsook gulle aanvullingen op de werkloosheidsuitkeringen, waardoor tot 40% van de werknemers financieel *beter* af was dan toen zij nog werk hadden.

Detailhandelsverkoop ligt sinds juni boven het niveau van vóór de pandemie (februari)

	Kleding	Uit eten / bar's	Auto's	Benzine	Meubels	Sport/hobby	Algemeen	Persoonlijke verzorging	Bouw markten	Supermarkten	Online	Totaal
Mar	-48.7	-30.0	-25.9	-16.5	-22.1	-17.2	4.8	5.2	0.7	26.9	5.0	-8.2
Apr	-86.4	-54.1	-34.9	-36.9	-60.2	-45.4	-11.2	-10.2	-1.5	10.6	14.8	-21.7
May	-61.9	-39.7	-3.5	-29.3	-29.5	-3.0	-4.4	-7.4	11.1	12.9	23.7	-7.4
Jun	-23.8	-23.3	5.2	-18.7	-2.0	24.0	0.8	-0.7	12.3	11.2	20.3	0.5
Jul	-21.8	-20.1	4.6	-15.1	0.1	17.2	1.4	3.6	10.2	11.5	20.7	1.6
Aug	-19.6	-16.8	5.7	-14.3	2.5	9.2	1.2	3.5	13.0	10.0	26.2	3.1
Sep	-7.3	-14.8	9.0	-12.8	2.7	17.6	4.1	4.6	13.4	10.0	23.7	4.8
Oct	-10.6	-15.0	9.1	-12.8	2.5	16.5	2.9	4.2	13.4	9.2	26.1	4.7
Nov	-16.1	-18.1	7.5	-14.2	0.4	14.5	1.7	3.8	14.3	10.8	24.0	3.3
Dec	-14.1	-21.7	9.5	-8.5	-0.2	13.6	1.0	5.0	15.3	9.3	16.9	2.6
2019 %	4.3	12.3	19.9	8.1	1.9	1.3	13.6	5.8	6.2	12.3	12.8	

Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Deze verschuiving in de uitgaven van consumenten heeft zich vooral voorgedaan in de vorm van hogere onlineverkoop, die 20-25% hoger lagen dan in de periode vóór de pandemie, maar ook in de autoverkoop (+5-10%) en de bouwmarkten (+10-15%). Wij dachten eerder dat de extra consumptie in deze categorieën moeilijk vol te houden zou zijn, maar tot dusver zijn er weinig tekenen van een grote vertraging. De hausse in deze categorieën was meer dan voldoende om de zwakte in de horeca en de kledingverkoop te compenseren, met als gevolg dat de totale detailhandelsomzet sinds juni steeds *boven* het niveau van voor de pandemie heeft gelegen. Hoewel uit enquêtes blijkt dat consumenten hun *stimulus checks* over het algemeen liever besteden aan schuldaflissing of sparen - en dit wordt bevestigd door de sterke stijging van de spaarquote sinds het begin van de pandemie - blijkt dat de fiscale steun zo agressief is geweest dat hij toch een stimulerend effect op de consumptie heeft gehad.

Het vooruitzicht hangt af van het virus, maar er zijn redenen tot optimisme

In de toekomst zal de consumptie ondersteund blijven door een daling van de hoge spaarquote - die met 13,7% in het vierde kwartaal het hoogste niveau sinds het midden van de jaren zeventig heeft bereikt. Daarnaast zit er massale fiscale steun in de vorm van een nieuw pakket van 1,9 miljard dollar (10% van het bbp) in de pijplijn. Dit pakket beoogt de aanvulling op werkloosheidsuitkeringen te verlengen, nog een nieuwe ronde van *stimulus checks* uit te keren, en de staats- en lokale overheden te steunen. Dit gezegd hebbende, zal de verdere toename van de consumptie sterk afhangen van het tempo waarin de bestaande lockdowns zullen worden teruggebracht, hetgeen uiteraard zal afhangen van het tempo van de vaccinaties en het verloop van het virus zelf. Wat de vaccins betreft, hebben de VS de burgers in een betrekkelijk snel tempo van bijna 1,5 miljoen doses per dag ingeënt, genoeg voor ongeveer 0,5% van de bevolking. Dit is lager dan het tempo in het VK (waar 0,6% per dag wordt ingeënt), en veel lager dan in Israël (1,9% per dag), maar het tempo zal de komende weken waarschijnlijk blijven toenemen. Aangezien tot 1/5 van de Amerikanen reeds natuurlijke immuniteit lijkt te hebben verworven, is het waarschijnlijk dat het deel van de bevolking dat gevaccineerd is groot genoeg zal zijn tegen de tijd dat de meer overdraagbare nieuwe varianten van het virus de overhand krijgen (epidemiologen verwachten dat dit in maart zal gebeuren). Van de weinige staten die aanzienlijke maatregelen hebben doorgevoerd, zoals de sluiting van restaurants, zijn de grootste - Californië en New York - al in januari begonnen met de heropening. Dit zou een herstel in de horeca in het eerste kwartaal moeten ondersteunen. Een volledige heropening is waarschijnlijk in het tweede kwartaal, wanneer wij verwachten dat de consumptie zich volledig zal herstellen tot het niveau van voor de pandemie.

Spaarquote is de hoogste sinds de jaren zeventig

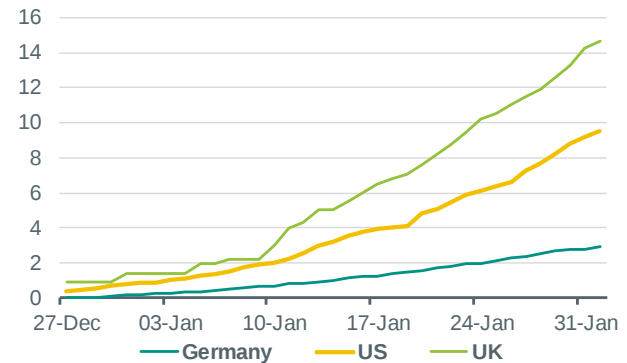
Spaarquote, %



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Vaccinaties VS gaan relatief snel

Vaccindoses toegediend per 100 mensen



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Groep Economische Zaken

De investeringen in huisvesting trekken ook snel weer aan

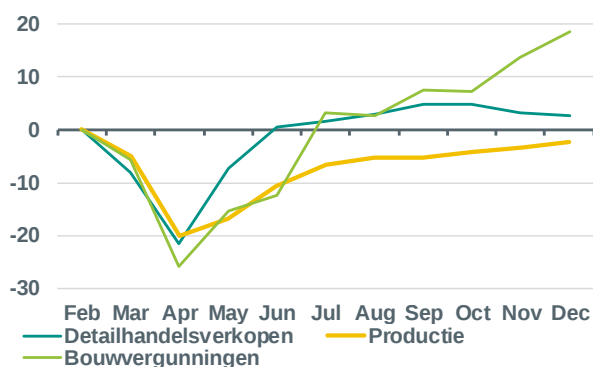
Naast de consumptie hebben ook andere delen van het bbp zich in een snel tempo hersteld. Met name de investeringen in woningen zijn sterk hersteld. Het aantal nieuw in aanbouw genomen woningen ligt momenteel op het hoogste niveau in 14 jaar. Hoewel een deel van deze kracht te danken is aan de inhaalvraag uit de periode van lockdown, is het bemoedigend dat het aantal verleende bouwvergunningen (een goede voorlopende indicator voor investeringen in woningen) is blijven stijgen en nu op het hoogste niveau sinds 2004 staat. In combinatie met een sterke huizenmarkt – de huizenprijzen stegen in november met 9,5% jaar-op-jaar – is dit een goed voorteken voor de investeringen in woningen in de komende kwartalen.

Agressieve investeringsplannen om productie en investeringen te stimuleren

De industrie heeft zich ook aanzienlijk hersteld, hoewel er nog zwakke punten zijn. De verwerkende industrie blijft hardnekkig onder het niveau van voor de pandemie, waarbij de aanzienlijke voorraadvermindering van het tweede kwartaal nog moet worden goedgemaakt. Gezien de sterke opleving van de export verwachten wij dat het herstel in de verwerkende industrie dit jaar zal versnellen. Een verdere stimulans voor de sector zal komen van het investeringsplan voor groene energie van president Biden van \$2 miljard (over vier jaar), en van het iets minder ambitieuze investeringsplan voor de infrastructuur van \$1,3 miljard (over 10 jaar). De details van deze plannen blijven vooralsnog vaag, aangezien het verkiezingsbeloften betrof, maar een meer gedetailleerd voorstel zal naar verwachting deze maand worden aangekondigd. Deze extra investeringen zullen waarschijnlijk in 2022 van start gaan. In combinatie met het eerder besproken steunpakket van 1,9 miljard dollar, verwachten wij dat deze uitgaven de economie veel sneller terug zullen brengen naar het trendniveau van vóór de pandemie.

Een bijzonder sterk herstel in de woningbouw

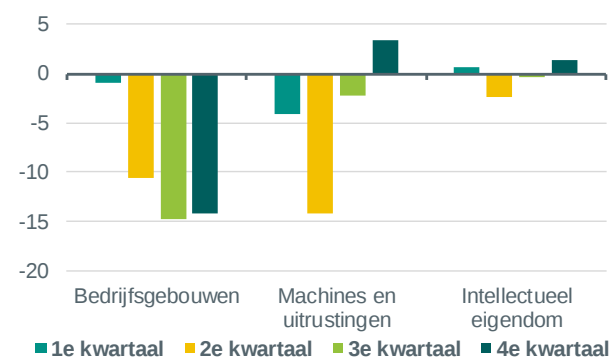
% verandering ten opzichte van het pre-corona niveau (februari)



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

De bedrijfsinvesteringen waren meer gemengd

% verandering ten opzichte van vóór de pandemie (Q4 19)



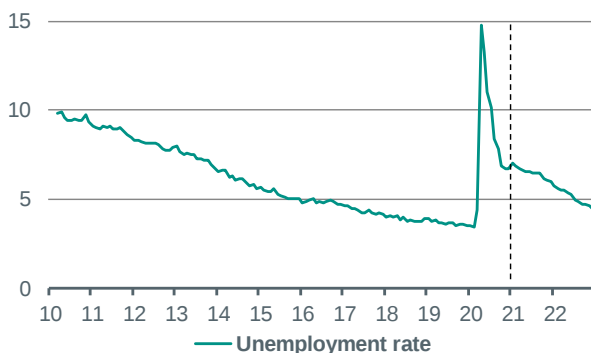
Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Overheidsstimulering zal werkloosheid verder doen dalen, zij het langzamer dan tot dusver

Het werkloosheidscijfer is het afgelopen jaar sterk gestegen. Dit is grotendeels het gevolg van de manier waarop de regering van de VS steun verleent aan werknemers die niet kunnen werken. Anders dan in Europa, waar de lonen worden gesubsidieerd en werknemers in dienst blijven, zijn de werknemers in de VS tijdelijk ontslagen en hebben zij werkloosheidsuitkeringen ontvangen om hun verloren inkomen te vervangen. Als gevolg daarvan wekte de aanvankelijke stijging van de werkloosheid in de VS de verkeerde indruk dat er permanent banen verloren waren gegaan. In feite was het grootste deel van het banenverlies tijdelijk, en de meeste van deze ontslagen werknemers zijn nu teruggekeerd naar hun oude baan. Dit gezegd hebbende, is er wel aanzienlijke permanente schade toegebracht aan de arbeidsmarkt; op het hoogtepunt bedroeg de stijging van het aantal permanente ontslagen in vergelijking met het niveau van vóór de pandemie bijna 3 miljoen. Dit aantal is sindsdien gedaald, zij het in een veel trager tempo dan voor degenen die tijdelijk werden ontslagen. Sommige van de door de pandemie teweeggebrachte veranderingen - zoals meer thuiswerken en minder zakenreizen - zullen waarschijnlijk structureel van aard blijken te zijn. Werknemers die afhankelijk zijn van dergelijke vraagpatronen van vóór de pandemie - bijvoorbeeld werknemers in de horeca in zakenwijken - zullen waarschijnlijk kwetsbaarder zijn voor permanent ontslag. Het zal langer duren voordat deze meer structurele werkloosheid daalt, omdat omscholing en bijscholing waarschijnlijk noodzakelijk zijn. Hier staat evenwel tegenover dat de banengroei de komende jaren aanzienlijk wordt bevorderd door de eerder genoemde stortvloed van begrotingsuitgaven. Hierdoor verwachten wij dat de Amerikaanse economie tegen 2023 opnieuw volledige werkgelegenheid zal kennen.

De werkloosheid is snel gedaald...

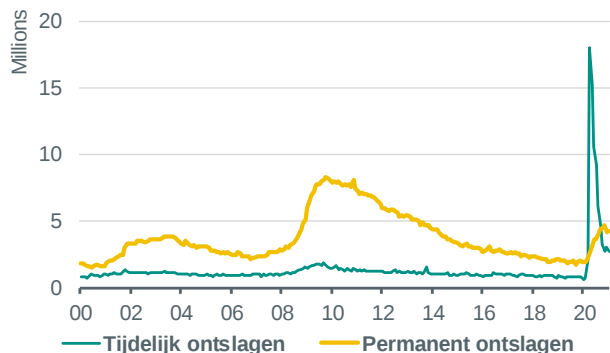
Werkloosheidspercentage, %



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

...vooral door terugkerende ontslagen

Miljoenen



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

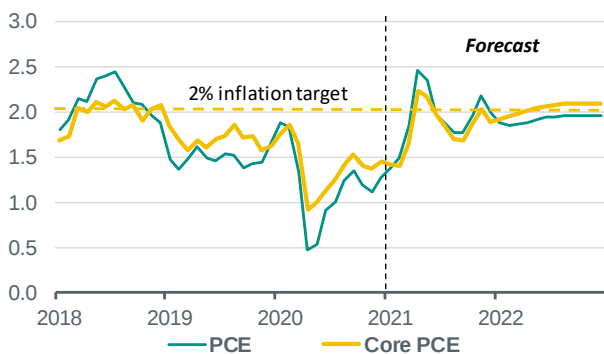
De inflatie zal binnen de perken blijven, zodat de Fed de rente laag kan houden

De enige grote potentiële spelbreker voor de ambitieuze bestedingsplannen van president Biden zou een aantoonbare forse stijging van de inflatie zijn, die de rente op overheidsobligaties fors zou laten stijgen. Een flink stijgende overheidsschuld kan namelijk alleen worden gerechtvaardigd zolang de rente laag blijft. Hoewel het nieuwe beleidskader van de Amerikaanse centrale bank (de Fed) meer speelruimte geeft om de rente langer laag te houden, zou een aanzienlijke en aanhoudende stijging van de inflatie moeilijk lang te verdragen zijn. Hoewel de inflatie de komende maanden zal stijgen omdat de olieprijs fors hoger zullen zijn dan een jaar eerder, verwachten wij niet dat deze stijging lang zal aanhouden. Echter, later in het jaar zal de inflatie waarschijnlijk weer oplopen als gevolg van een inhaalgroei van de woninghuren, die tijdens de pandemie grotendeels werden bevroren. Dit zal waarschijnlijk een aanleiding zijn voor de Fed om de activa-aankopen volgend jaar af te bouwen. Om de hogere inflatie echt voor langere tijd aan te laten houden, moet de stijging van de consumentenprijsindex vergezeld gaan van een stijging van de lange-termijn inflatieverwachtingen. De geschiedenis heeft ons evenwel geleerd dat inflatieverwachtingen de neiging hebben slechts zeer langzaam te veranderen. Het is dan ook onwaarschijnlijk dat de inflatieverwachtingen binnen afzienbare tijd een significante en aanhoudende stijging te zien zullen

geven. Het is echter mogelijk dat een dergelijke stijging van de inflatieverwachtingen zich later in de tijd wel voordoet, wellicht ergens in 2023. Dit zou kunnen gebeuren omdat de economie in 2022 terug keert naar het potentiële niveau en het stimuleringsplan van president Biden de groei verder zal aanwakkeren. We denken niet dat dit snel genoeg zal zijn om de overheidsinvesteringsagenda van president Biden te doen ontsporen, maar het zou wel kunnen betekenen dat de Fed de rente eind 2023 verhoogt. Aangezien de Fed heeft verklaard een hogere gemiddelde inflatie over de cyclus te willen, verwachten wij dat de renteverhogingen veel geleidelijker en beperkter zullen zijn dan in de vorige cyclus.

De inflatie zal herstellen

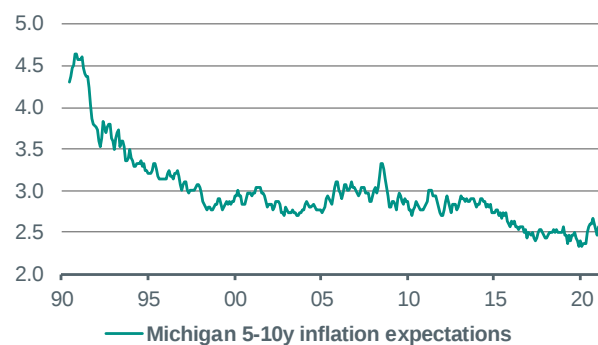
% j.o.j.



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Maar inflatieverwachtingen zullen niet snel stijgen

Inflatieverwachtingen, % j.o.j.



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Prognoses voor de Verenigde Staten

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Economische vooruitzichten (% j.o.j.)					
BBP	3.0	2.2	-3.5	5.8	4.1
- Particuliere consumptie	2.7	2.4	-3.9	6.8	4.4
- Vaste investeringen	5.2	1.9	-1.8	6.4	4.8
- Netto-uitvoer (bijdrage pp)	-0.5	0.4	-2.0	-0.3	-0.5
Inflatie (PCE)	2.1	1.5	1.2	1.9	1.9
- Kerninflatie (PCE)	2.0	1.7	1.4	1.8	2.0
Wereldhandel	4.3	4.0	-5.3	7.6	3.7
Rente en wisselkoersen (eop)					
Fed funds rate (bovangrens)	1.50	2.50	0.25	0.25	0.25
3m Libor-tarief	1.70	2.90	0.25	0.25	0.25
10-jaars opbrengst	2.41	2.68	0.91	1.20	1.50
EUR/USD	1.20	1.15	1.22	1.15	1.10
USD/JPY	113	112	103	110	118
WTI-olie (USD/vat, pa)	60.4	65.8	39.3	45.0	47.0

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het is uitsluitend bedoeld om financiële en algemene informatie te verstrekken over economie. De informatie in dit document is strikt vertrouwelijk en wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt. Zij 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 verzoek tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag geen enkel vertrouwen worden gesteld, voor welk doel dan ook, in de informatie, opinies, voorspellingen en hypothesen in het document of in de volledigheid, nauwkeurigheid of billijkheid ervan. Noch ABN AMRO, noch haar directeurs, functionarissen, agenten, gelieerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geven enige expliciete of impliciete verklaring of garantie met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie en aanvaarden geen aansprakelijkheid voor enigerlei schade die direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De hierin neergelegde opvattingen en meningen kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO is niet verplicht de in dit document opgenomen informatie na de datum van dit document te actualiseren.

Voordat u belegt in een product van ABN AMRO Bank N.V., dient u zich te laten informeren over de verschillende financiële en andere risico's en de mogelijke beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten te maken kunnen krijgen op grond van toepasselijke wet- en regelgeving. Als u na het lezen van dit document overweegt om in een product te beleggen, wordt u geadviseerd om een dergelijke belegging met uw relatiebeheerder of persoonlijk adviseur te bespreken 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 om wijzigingen aan te brengen in dit materiaal.

© Copyright 2021 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")