

VS Focus

Bill Diviney, Senior Econoom

tel.: 06 4778 4657 / bill.diviney@nl.abnamro.com

Deze keer is alles anders

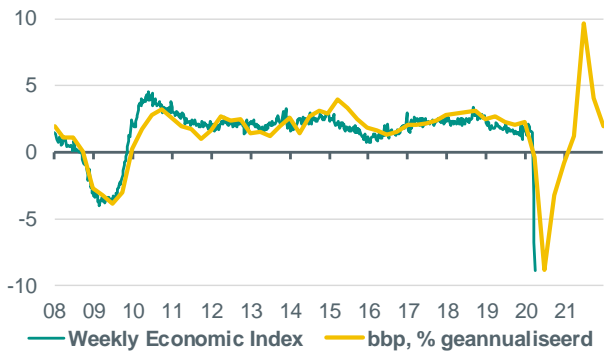
- ▶ **De coronarecessie is in veel opzichten uniek – oorzaak, verspreiding en diepte**
- ▶ **Door dit unieke karakter verloopt ook het herstel waarschijnlijk anders**
- ▶ **De werkloosheid stijgt naar verwachting tot niveaus die sinds de crisis van de jaren dertig van de vorige eeuw niet meer zijn gezien ...**
- ▶ **...maar veel nieuwe werklozen kunnen vermoedelijk snel weer aan de slag**
- ▶ **Niettemin zal de blijvende economische schade aanzienlijk zijn**
- ▶ **De onzekerheid heeft ongekende proporties aangenomen; we schetsen drie plausibele scenario's**
- ▶ **De uiteindelijke afloop zal sterk afhangen van de bestrijding van de pandemie en van het succes (of mislukken) van het budgettair beleid**

Door beleid veroorzaakte economische teruggang

De economische bedrijvigheid is door de coronapandemie abrupt tot stilstand gekomen, op een wijze die in de moderne geschiedenis zijn weerga niet kent. Op het moment van schrijven moeten 316 miljoen Amerikaanse burgers (96,7% van de bevolking) in minstens 42 staten, drie provincies en 10 steden thuis blijven. De cijfers duiden al op een scherpe daling van de economische bedrijvigheid: de aanvragen voor een werkloosheidsuitkering stijgen in een voor onmogelijk gehouden tempo en de Weekly Economic Index Tracker van de New York Fed toont een bijna verticaal dalende lijn voor de economische bedrijvigheid. In dit artikel lichten we toe dat de sterke krimp waarschijnlijk door een eveneens sterk herstel wordt gevolgd. Per saldo blijft de werkloosheid echter ruim boven het niveau van voor de pandemie en ligt de economische bedrijvigheid eind 2021 circa 5,2 procentpunt onder het trendmatige niveau. Een significant deel van de economie zal net zo snel opveren als het is ingezakt, maar bepaalde delen zullen gedurende een langere periode worden geteisterd door faillissementen en vraaguitval als gevolg van de toegenomen werkloosheid. We verwachten daarom niet dat de economie, na de aanvankelijke ineenstorting, al voor de laatste maanden van 2021 weer in een boventrendmatig tempo groeit.

Economie maakt vrije val, maar veert weer sterk op

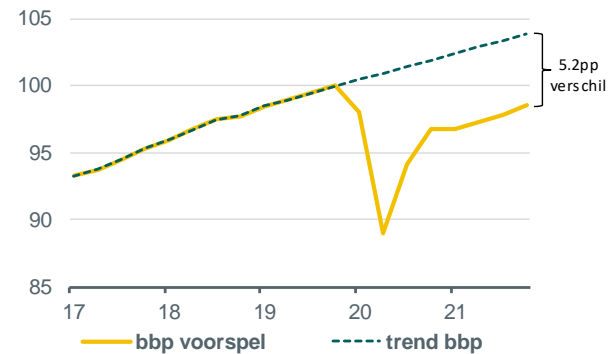
Index / k-o-k geannualiseerd (4-kw voortschrijdend gemiddelde)



Bron: New York Fed, ABN AMRO Economisch Bureau

Volledig herstel duurt langer

Bbp, 100 = 19K4



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Aannames voor lockdown: gefaseerde herstart vanaf half mei

Thuisblijfbesluiten worden door de afzonderlijke staten en op lokaal niveau genomen, maar president Trump heeft wel de federale richtlijnen voor *social distancing* tot minstens 30 april verlengd. Veel lokale voorschriften blijven waarschijnlijk ook nog na deze datum van kracht. We verwachten dat vanaf medio mei bepaalde delen van de economie gefaseerd weer open worden gesteld. Vermoedelijk wordt begonnen met sectoren waar de risico's het geringst zijn en in delen van het land waar de pandemie het hoogtepunt is gepasseerd; sectoren waar afstand houden beter haalbaar is en extra hygiënemaatregelen (zoals het dragen van een mondkapje) het risico kunnen verkleinen dat het virus wordt overgedragen. In bepaalde onderdelen van de dienstensector – met name horeca en evenementen – zullen de activiteiten vermoedelijk weer worden opgestart, maar zullen deze nog langere tijd, mogelijk zelfs tot na de zomer, aan beperkingen onderhevig blijven. Zo komen er vermoedelijk regels voor het maximum aantal bezoekers. Maar zelfs als die regels er niet komen, dan nog zullen veel mensen (met name kwetsbaardere groepen) waarschijnlijk vaker thuis blijven.

Consumptie belangrijkste aanjager van recessie

Onze analyse van de economische gevolgen van de pandemie beginnen we bij de consumptie, die 70% van het Amerikaanse bbb vertegenwoordigt en het zwaarst door de lockdowns wordt getroffen. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de consumptie in april het laagtepunt bereikt, 20% onder de eerdere piek, en vervolgens in de maanden mei tot en met september geleidelijk normaliseert. Bij deze raming hebben we aangenomen dat essentiële consumptie (onder meer huisvesting, energie, voedingsmiddelen en gezondheidszorg, ofwel ongeveer 60% van de totale consumptie) en consumptie met substitutie-effect (meer thuis eten in plaats van uiteten, online winkelen en afhaalmaaltijden) vermoedelijk niet door de lockdowns worden beïnvloed. Verder voorzien we een significante terugval van de investeringen, zij het minder sterk dan tijdens de grote recessie van 2008-2009. Wel zullen er substitutie-effecten merkbaar zijn (onder meer gestegen zorguitgaven en hogere bedrijfsinvesteringen om bijvoorbeeld thuiswerken te faciliteren).

Economie veert op, maar groei ligt eind 2021 nog 5 pp onder trendmatig niveau

Wat is het netto-effect op het bbb? De VS is inmiddels in een diepe recessie beland, getuige de spectaculaire toename van het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering in de voorbije weken. Omdat delen van de VS vanaf medio maart in lockdown gingen en de bedrijvigheid al in de aanloop naar de lockdowns aanzienlijk was vertraagd, verwachten we dat het bbb in het eerste kwartaal met 7,7% k-o-k (geannualiseerd) is gekrompen. Dit komt wellicht niet tot uitdrukking in de eerste raming op 29 april, maar dit cijfer wordt later naar alle waarschijnlijkheid bijgesteld. De sterkste krimp (-31,9%) doet zich naar verwachting voor in het tweede kwartaal. Hierna voorzien we een significant herstel: +24,7% in het derde kwartaal en +11,8% in het vierde kwartaal. Deze cijfers lijken fraai, maar impliceren wel dat aan het einde van het jaar het bbb nog altijd 3,2 pp lager is dan in het vierde kwartaal van 2019 en zo'n 5 pp onder het niveau ligt dat bij een voortgezette trendmatige

groei in 2020 zou zijn bereikt (hierbij hebben we de Fed-raming van de trendgroei op 1,9% per jaar als uitgangspunt genomen). Bij dergelijke forse schommelingen in de groeicijfers op kwartaalbasis lijkt het ons zinvoller om in niveaus naar de bbp-prognoses te kijken, terwijl in de herstelfase de omvang van het eerder door de pandemie verloren maar inmiddels weer teruggewonnen terrein een beter beeld geeft.

Ongekende toename aanvragen WW-uitkering

WW-aanvragen per week, in mln



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Negatief verschil met trend zegt meer

ABN AMRO prognose bbp-groei (basisscenario)

2020 kwartaal	k-o-k (% geannualiseerd)	j-o-j (%)	trend verschil (pp)
1e kw	-7.7	-0.5	-2.5
2e kw	-31.9	-10.0	-11.9
3e kw	24.7	-5.4	-7.3
4e kw	11.8	-3.2	-5.1
jaargemiddelde			
2020		-4.8	-6.7
2021		3.4	-5.5

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Ons basisscenario kan te optimistisch maar ook te pessimistisch zijn

Hoe langer de lockdowns of andere beperkingen van kracht blijven, hoe groter de gevolgen voor het bbp. We nemen aan dat de lockdowns in de meeste delen van de VS zes tot acht weken duren en dat de beperkingen daarna gefaseerd worden versoepeld. Met mogelijke behandelmethoden, vaccins of hernieuwde uitbraken houden we geen rekening. Ons basisscenario kan hierdoor te optimistisch of te pessimistisch blijken te zijn. In een positiever scenario blijkt bijvoorbeeld uit grootschalig testen dat een aanzienlijk deel van de bevolking al immuun voor het coronavirus is of komen nieuwe behandelopties beschikbaar die een snellere, minder gefaseerde hervatting van de economische bedrijvigheid mogelijk maken. In een negatiever scenario duren mogelijk de lockdowns langer dan verwacht of verloopt de herstart geleidelijker.

En dan de tweede-ronde-effecten, zoals de gestegen werkloosheid, de krappere financiële condities en het afgenomen vertrouwen. Deze effecten zijn moeilijk nauwkeurig te voorspellen en hangen in belangrijke mate af van het succes van de budgettaire en monetaire beleidsmaatregelen om de gevolgen te verzachten en een snellere herstart van de economie mogelijk te maken. De werkloosheid is op het moment van publicatie van dit artikel al met 17 miljoen toegenomen en loopt in de komende weken waarschijnlijk verder op. In ons basisscenario piekt de werkloosheid in mei op een duizelingwekkende 18% om vervolgens bijna net zo snel te dalen tot een niveau dat wel hoger ligt dan het laagtepunt voor de pandemie. We houden het vooralsnog op een werkloosheid van 9,4% eind dit jaar, wat bijna 6 pp hoger is dan de 3,5% in februari. Het is onvermijdelijk dat de fors hogere werkloosheid de consumptie drukt en het herstel afremt.

Bbp-groei in verschillende scenario's

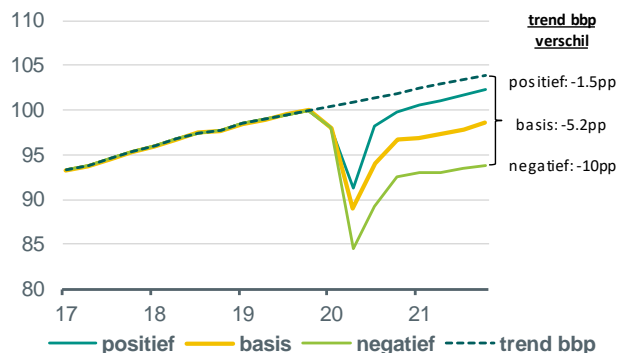
Groei per kwartaal geannualiseerd en gemiddeld per jaar

2020 k-o-k geannualiseerd	positief	basis	negatief
1e kw	-7.7	-7.7	-7.7
2e kw	-24.7	-31.9	-44.7
3e kw	33.6	24.7	24.1
4e kw	6.6	11.8	15.7
jaargemiddelde	positief	basis	negatief
2020	-2.5	-4.8	-8.2
2021	4.8	3.4	2.4

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Bbp-niveau in verschillende scenario's

100 = K4 2019



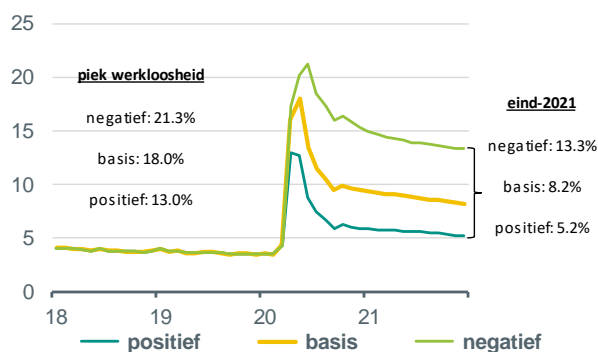
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Meeste nieuwe werklozen zijn tot dusverre ‘tijdelijk ontslagen’

De voorspelling van het aantal werklozen kent, net als de bbp-raming, heel ruime onzekerheidsmarges. Onzeker is niet alleen hoe goed de pandemie onder controle kan worden gebracht en hoe gefaseerd de herstart van de economie verloopt. Grote onzekerheid bestaat er ook over hoeveel werknemers echt tijdelijk werkloos zijn en snel en makkelijk weer hun oude baan kunnen oppakken. Van de 1 miljoen werknemers (ex agri) die in maart hun baan verloren, heeft bijna iedereen ‘tijdelijk ontslag’ gekregen. Tijdelijk ontslagen werknemers als percentage van het totaal aantal werklozen is sinds het begin van de registratie in 1967 nog nooit zo hoog geweest. Dit doet vermoeden dat werkgevers – in ieder geval op dit moment – verwachten dat de teruggang heel tijdelijk is en hun personeel snel weer aan de slag kan zodra de beperkingen worden opgeheven.

Werkloosheid in verschillende scenario's

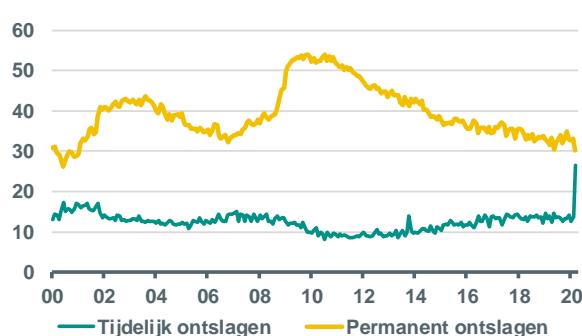
Werkloosheidspercentage, %



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) en ABN AMRO Economisch Bureau

Type werkloosheid relevant voor herstel

% van werklozen



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Budgettaire en monetaire beleid maatregelen cruciaal, maar effect is nog onduidelijk

Het is ook niet bekend in hoeverre het steunpakket van USD 2,1 biljoen onder de CARES Act (zie kader) voldoende is om bedrijven te stimuleren personeel dat anders zou zijn ontslagen, op de loonlijst te laten staan. Hoe langer de beperkende maatregelen van kracht blijven en hoe langer het duurt voordat bedrijven die in problemen verkeren, over de noodsteun kunnen beschikken, hoe sterker de blijvende hystereseeachtige effecten op de economie. Hoewel de financiële condities in de laatste paar weken aanzienlijk zijn verruimd, blijven ze krap. De Fed heeft min of meer verklaard bereid te zijn om ‘al het nodige’ te doen en zoveel staatspapier op te kopen als noodzakelijk is en tegelijkertijd, net zoals in de jaren veertig van de

vorige eeuw, via een renteplafond de rente laag te houden. Deze factoren – in combinatie met het verwachte herstel – zouden op termijn ertoe moeten leiden dat de financiële condities ruimer worden. Nu remmen ze echter de bedrijvigheid.

Steunpakket van USD 2,1 biljoen onder CARES Act: geen stimulering maar reddingslijn

Op 27 maart ondertekende president Trump de Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act. Het is het omvangrijkste steunpakket in de geschiedenis van de VS en bestaat uit een combinatie van directe uitkeringen aan Amerikaanse burgers en bedrijven in financiële problemen en leningen aan ondernemingen en lokale overheden, met daarbij de optie van kwijtschelding van schulden voor mkb-bedrijven die aan bepaalde criteria voldoen. Het pakket is in de media veelal omschreven als 'stimulering', maar dat is het in de traditionele betekenis van het woord niet. Het is namelijk niet bedoeld om de zich aandienende recessie te voorkomen. Hiervoor is het ook niet geschikt. Het pakket is veeleer bedoeld om consumenten en bedrijven door de lockdownperiode te helpen, zodat activiteiten zo snel en soepel mogelijk weer kunnen worden opgestart zodra de beperkingen zijn opgeheven. De mate waarin met het steunpakket faillissementen en permanente ontwrichtingen kunnen worden voorkomen, is bepalend voor het tijdstip en de kracht van het herstel. Indien het pakket faalt, ongeacht of dit komt doordat de steun niet snel genoeg de bestemde plaats bereikt of doordat bedrijven de steun onvoldoende vinden om werknemers in dienst te houden of hun activiteiten voort te zetten, zal de recessie langer duren en dieper zijn dan in ons basisscenario.

Een rechtstreekse gelduitkering aan huishoudens – USD 1.200 voor iedereen met een jaarinkomen van minder dan USD 75.000 (USD 150.000 voor tweeverdieners) plus USD 500 per kind – vormt de hoofdmoot van het beleid. Deze uitkering daalt geleidelijk naarmate het inkomen hoger is en Amerikanen met een inkomen van meer dan USD 99.000 (USD 198.000 voor tweeverdieners) komen niet voor de uitkering in aanmerking. Een ander geldelijk beleidsonderdeel betreft de aanvulling van werkloosheidsuitkeringen. Deze uitkeringen verschillen per staat, maar de federale overheid keert tot USD 600 per week extra uit gedurende maximaal vier maanden, terwijl ook werklozen die doorgaans niet voor een uitkering in aanmerking komen (zoals zelfstandigen en contractanten) wel aanspraak op deze regeling kunnen maken. De federale regering financiert bovendien uitkeringen gedurende nog eens dertien weken nadat deze door een individuele staat zijn beëindigd. Hierdoor zijn werklozen tot eind 2020 van een uitkering verzekerd.

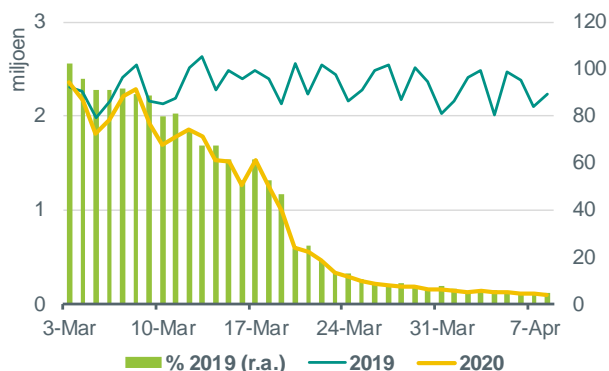
Het steunpakket bestaat voor bijna de helft uit leningen aan bedrijven, inclusief USD 500 miljard voor grotere ondernemingen (zij het onder voorwaarden, zoals een verbod op de inkoop van aandelen en een aftopping van de beloning van bestuurders) en USD 50 miljard specifiek voor luchtvaartmaatschappijen. Verder is USD 367 miljard gereserveerd voor leningen aan het midden- en kleinbedrijf (minder dan 500 werknemers), terwijl maximaal USD 10 miljoen per onderneming kan worden kwijtgescholden indien aan bepaalde eisen ten aanzien van het behoud van personeel wordt voldaan. De mkb-leningen zouden daarom voor een aanzienlijk deel als budgettaire overdrachten kunnen worden beschouwd; deze maatregelen kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het behoud van personeel gedurende de periode van economische neergang in plaats van tijdelijk ontslag. Voor het resterende deel bestaat het pakket uit leningen aan staten en lokale overheden (USD 150 miljard) en ziekenhuizen en overige zorgaanbieders (USD 100 miljard).

Cijfers met hoge publicatiefrequentie geven tijdig signaal van zowel neergang als herstel

Door de unieke onzekerheid waarmee de huidige crisis is omgeven, zijn cijfers die vaak worden gepubliceerd veel waardevoller geworden, zoals aanvragen voor een werkloosheidsuitkering, transport en energieproductie. Dit is het soort cijfers waar economen doorgaans aan voorbijgaan omdat ze teveel 'ruis' bevatten. Deze cijfers zijn nu cruciaal om de ontwikkeling van de economie versus de prognoses te volgen. Ze geven immers een vroegtijdige indicatie niet alleen van de diepte van de vrije val van de economie, maar ook van het tempo van het uiteindelijk herstel. De New York Fed is er al toe overgegaan om een wekelijkse samengestelde index van dergelijke cijfers te publiceren. Deze index lijkt in een vroeg stadium een goede voorspellende waarde te hebben voor de ontwikkeling van de bbp-groei over een periode van vier kwartalen (zie eerste grafiek van dit artikel).

Vliegverkeer nog slechts 4% van niveau in 2019

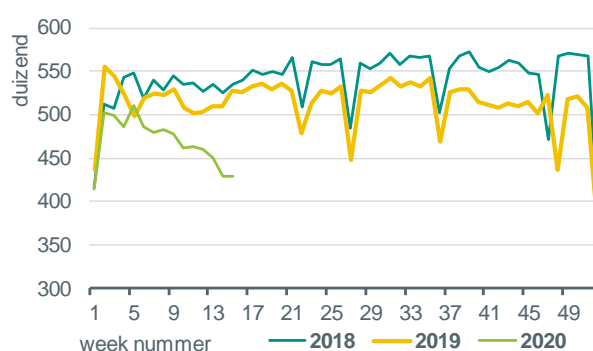
Passagiers per dag op vliegvelden VS % van totaal 2019



Bron: Transport Security Administration, ABN AMRO Economisch Bureau

Vrachtvervoer is circa 80% van niveau in 2019

Goederentransport per spoor in VS per week (wagonladingen)



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Hoofindicatoren Verenigde Staten

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Economie (% j-o-j)					
Bbp	2,4	2,9	2,3	-4,8	3,4
- Particuliere consumptie	2,6	3,0	2,6	-6,4	3,5
- Investerings in vaste activa	4,2	4,6	1,3	-3,1	2,0
- Netto-export (bijdrage in pp)	-0,3	-0,5	0,4	-0,3	-0,2
Inflatie (CPI)	2,1	2,4	1,8	1,4	2,2
- Kerninflatie (CPI)	1,8	2,1	2,2	1,8	1,5
- Kerninflatie (PCE)	1,6	1,9	1,6	1,6	1,6
Rente en wisselkoers (jaarultimo)					
Fed funds rate (bovengrens)	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
3m-Libor	1,7	2,9	1,7	0,2	0,2
10j-rente	2,41	2,68	1,92	0,50	1,00
EUR/USD	1,20	1,15	1,12	1,12	1,20
USD/JPY	113	112	109	110	116
WTI olie (USD/per vat, gemiddeld p/j.)	60,4	45,4	61,1	35,0	44,0

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directieuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden