

VS Focus

Bill Diviney, Senior Econoom

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

Zomerdip komt eraan

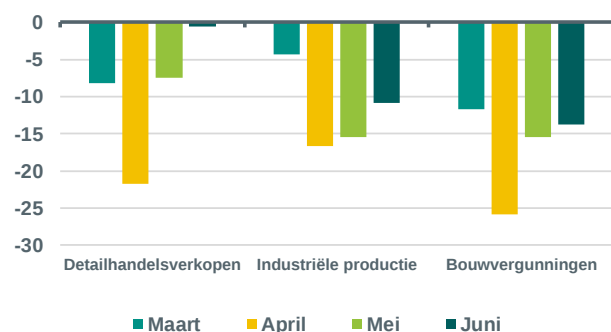
- ▶ De bedrijvigheid heeft zich na de versoepeling van lockdowns sneller dan verwacht hersteld
- ▶ Door de weer oplevende pandemie stakt het herstel nu
- ▶ Ons basisscenario blijft per saldo overeind: een krimp van 4,8% dit jaar, gevolgd door een groei van 3,4% volgend jaar
- ▶ Tweede coronagolf lijkt piek te naderen, maar schade is al aangericht
- ▶ De beleidsreactie op de tweede golf is veel milder geweest dan die op de eerste golf; voorzichtige consument is nu belangrijkere factor in fase van hernieuwde economische zwakte
- ▶ Sterkere tweede-ronde-effecten worden zichtbaar, definitieve ontslagen stijgen hard

Snel herstel stakt ook weer snel

Na de versoepeling van lockdowns heeft de economie zich in mei en juni sneller dan verwacht hersteld. De versoepeling is echter een tweesnijdend zwaard: de hierdoor weer oplevende pandemie heeft het herstel vroegtijdig tot stilstand gebracht. Het bbp-rapport voor het tweede kwartaal dat komende donderdag verschijnt, laat waarschijnlijk een minder sterke krimp zien dan we in eerste instantie dachten, maar het stokkende herstel is voor ons reden om onze groeiramingen voor het tweede halfjaar te verlagen van eerder 18,1% naar nu 12,6% (geannualiseerd). Dit houdt in dat per saldo ons [basisscenario van begin april](#) nog overeind staat: we verwachten voor 2020 een krimp van 4,8% en voor 2021 een groei van 3,4%. Verder gaan we nog steeds ervan uit dat de consument voorzichtig blijft en dat tweede-ronde-effecten (o.a. hogere werkloosheid) het herstel in 2021 blijven remmen. Eind 2021 ligt de economische bedrijvigheid waarschijnlijk circa 5 pp onder het trendmatige niveau.

Verrassend snel herstel van consumptie

% mutatie t.o.v. februari



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Veel trager herstel in tweede halfjaar

bbp, 100 = K4 19



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Detailhandelsverkopen naderen niveau van voor pandemie

De consumptie liet in mei en juni een verrassend snel herstel zien. De detailhandelsverkopen waren in juni 7,5% m-o-m hoger, na een naar boven bijgestelde stijging van 18,2% in mei. Opmerkelijk is dat de detailhandelsomzet inmiddels het niveau van voor de pandemie heel dicht is genaderd: de totale omzet was in juni slechts 0,6% lager dan in februari, terwijl het verschil in april nog 21,7% bedroeg. Deze inhaalslag kwam tot stand ondanks het feit dat veel staten gedeeltelijk op slot bleven. Zo ligt de categorie 'uit eten' nog 27% onder het pre-coronaniveau. Kledingverkopen blijven ook duidelijk achter. Andere categorieën hebben – tegen onze verwachting in – het eerdere verlies weer ingelopen, waarbij woningverbetering, sport & hobby en dagelijkse boodschappen een tweecijferige stijging tonen. Uiteraard zijn de onlineverkopen, die niet verder zijn onderverdeeld, tijdens de pandemie ook sterk toegenomen.

Vergelijking detailhandelsverkopen per categorie versus pre-coronaniveau (februari)

	Kleding	Uit eten	Auto's	Brandstof	Meubels	Sport & hobby	Algemeen	Persoonlijke verzorging	Woningverbetering	Boodschappen	Online	Totaal
Maart	-48.7	-30.0	-25.9	-16.5	-22.1	-17.2	4.8	5.2	0.7	26.9	5.0	-8.2
April	-86.4	-54.1	-34.9	-36.9	-60.2	-45.4	-11.2	-10.2	-1.5	10.6	14.8	-21.7
Mei	-62.3	-39.6	-3.2	-29.4	-28.7	-2.8	-4.8	-8.8	10.5	13.0	23.1	-7.5
Juni	-22.8	-27.4	4.8	-18.6	-5.5	23.0	-0.5	-5.6	10.2	11.6	20.1	-0.6
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

De detailhandelsverkopen vormen slechts ongeveer de helft van de totale particuliere consumptie (die goed is voor 70% van het Amerikaans bbp). Hiertoe behoren onder meer ook woningbouw, gezondheidszorg en onderwijs. Dit zijn stabielere componenten van de particuliere consumptie, in die zin dat ze grotendeels niet door de lockdowns zijn getroffen en minder gevoelig voor de algemene macro-economische situatie zijn. Sommige componenten van de particuliere consumptie die niet onder de detailhandelsverkopen vallen, zijn echter wel zwaar door de pandemie getroffen, bijvoorbeeld vliegtickets, openbaar vervoer, hotelovernachtingen en bepaalde onderdelen van de vrijetijdsector zoals musea, bioscopen en theaters. Het herstel van deze componenten van de particuliere consumptie bleef in mei achter bij het herstel van de detailhandelsverkopen en naar verwachting is dit in juni ook nog het geval geweest. Zelfs als we de cijfers voor deze voorbehouden corrigeren, dan nog heeft de totale particuliere consumptie zich sneller hersteld dan we hadden voorzien: deze was in mei 11% (en in april 18%) lager dan voor de virusuitbraak. In juni is het negatieve verschil waarschijnlijk verder teruggelopen tot 5-7% (de cijfers voor juni worden op 31 juli gepubliceerd).

Industriële productie en woningbouw vertonen bescheidener herstel

Het herstel in andere delen van de economie is tot dusverre grotendeels conform de verwachtingen verlopen. Doordat de verstoringen aan de aanbodzijde zijn verminderd, lag de industriële productie in juni nog maar 11% onder het niveau van voor de pandemie (in april werd het dieptepunt bereikt op -17%). De woningbouw is ook de weg omhoog weer ingeslagen. Hoewel het aantal in aanbouw genomen woningen in juni nog 24% lager was dan voor de pandemie, laat het meer toekomstgerichte cijfer voor afgegeven bouwvergunningen een positiever beeld zien. Dit cijfer ligt slechts 13% onder het pre-coronaniveau. We verwachten dat het herstel doorzet, omdat nieuwe beperkingen waarschijnlijk sterker gericht zullen zijn op de horecasector waar het besmettingsrisico het grootst is, en niet zozeer op de brede economie zoals bij de initiële lockdowns. Het herstel in deze sectoren zal echter worden geremd door tweede-ronde-effecten: de hogere werkloosheid en het zwakke consumentenvertrouwen zullen de vraag blijven drukken.

Herstel van consumptie lijkt onhoudbaar ...

Als het herstel tot dusverre veel sneller gaat dan we hadden verwacht, waarom verhogen we dan nu onze groeiprognose voor de VS niet? Om te beginnen lijkt het herstel in sommige detailhandelscategorieën waar de omzet in mei en juni sterk steeg, niet houdbaar te zijn. De hoger dan gebruikelijke uitgaven voor woningverbetering kunnen bijvoorbeeld niet oneindig voortduren. Deze categorie van discretionaire consumptie heeft vermoedelijk geprofiteerd van de stimuleringscheque van

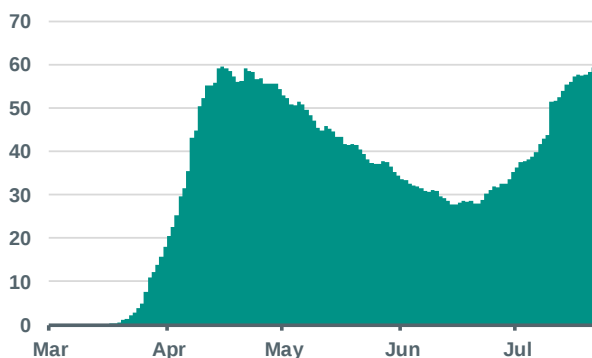
USD 1.200 die elke Amerikaan van de regering kreeg. Alles wijst erop dat een eventuele nieuwe ronde van inkomenssteun veel sterker gericht zal zijn op huishoudens met een lager inkomen.

...maar impact van oplevende pandemie is veel grotere reden voor bezorgdheid

Een veel belangrijkere reden voor ons om onze prognose te handhaven is de weer oplevende pandemie. De eerste tekenen van een hernieuwde daling van de consumptie en het consumentenvertrouwen dienen zich al aan. Hoewel in de zwaarst getroffen zuidelijke staten het apocalyptisch scenario van een terugkeer naar een volledige lockdown lijkt te zijn afgewend – uit de laatste ontwikkelingen leiden we af dat de piek van de tweede golf in zicht komt – is de schade inmiddels aangericht: mensen gaan weer minder uit eten in restaurants, de groei van het vliegverkeer hapert en de verdere herstart van activiteiten is uitgesteld, zelfs in staten zoals New York die door de tweede golf minder hard zijn getroffen. Deze gevolgen komen tot uitdrukking in gegevens met hogere frequentie. Zo was het restaurantbezoek (op basis van Open Table seated dining) begin juli gestegen tot circa 40% van het niveau van 2019, maar is het sindsdien licht gedaald en blijft het nu min of meer stabiel. Gegevens van TSA over passagierscontrole op luchthavens laten ook een piek in begin juli zien, maar blijven nu steken op 25-30% van het niveau van 2019.

Tweede golf was net zo erg als eerste

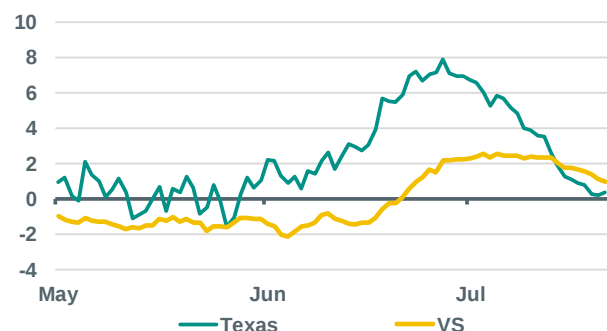
Covid-19-gerelateerde ziekenhuisopnames, totaal VS, duizenden



Bron: The COVID Tracking Project, ABN AMRO Economisch Bureau

Eerste tekenen dat piek in zicht komt

Dagelijkse toename covid-19-ziekenhuisopnames, 7-daags voortschrijdend gemiddelde

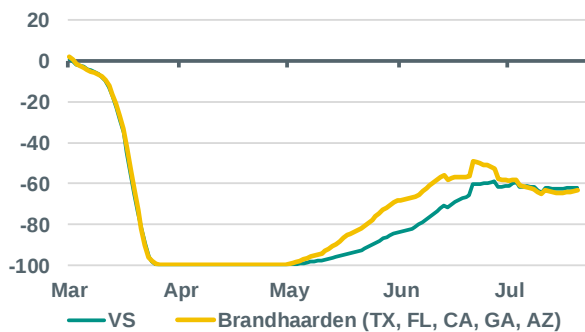


Bron: The COVID Tracking Project, ABN AMRO Economisch Bureau

Deze stagnatie van economische activiteiten kan niet alleen aan de hernieuwde beperkingen in zwaar getroffen staten worden toegeschreven, maar is ook aan veranderingen in het gedrag van consumenten te wijten. De maatregelen die gouverneurs van staten in reactie op de pandemie namen, waren van relatief beperkte omvang. In Texas werd bijvoorbeeld de capaciteitslimiet binnen restaurants verlaagd van 75% naar 50%, terwijl in Californië binnen dineren helemaal werd verboden maar buiten dineren nog wel was toegestaan. Toch sloeg in deze staten de pandemie in de tweede golf veel harder toe dan in de eerste golf die uitmondde in lockdowns. Dit doet vermoeden dat beleidsmakers nu heel anders reageren dan in de beginfase van de pandemie.

Herstel van restaurantbezoek stagneert ...

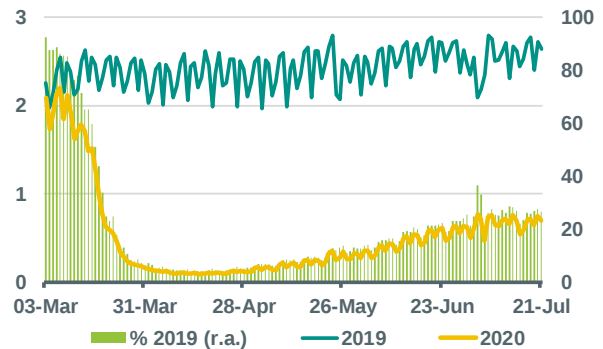
OpenTable seating dining, % j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

...net zoals aantal vliegtuigpassagiers

Aantal miljoenen vliegtuigpassagiers per dag



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Functie van beleidsreactie is veranderd, gedrag van consument speelt nu een grotere rol

Twee factoren spelen in dit opzicht waarschijnlijk een cruciale rol. Ten eerste is de belangrijkste reden voor de lockdowns in de beginfase – de vrees dat ziekenhuizen overbelast zouden raken, wat niet alleen covid-19-patiënten zou raken, maar iedereen die zorg nodig had – weggefallen: voordat de economie werd heropend, is namelijk de zorgcapaciteit uitgebreid. In de nieuwe brandhaarden kon de sterke stijging van de ziekenhuisopnames veel beter worden opgevangen dan in de staten die in de eerste golf het zwaarst werden getroffen. Ten tweede zijn gouverneurs waarschijnlijk tot de conclusie gekomen dat de pandemie ook via minder strenge lockdownmaatregelen onder controle kan worden gebracht. Dit was ook de ervaring in een aantal Europese landen (zie [In sommige landen krijgt bbp veel hardere klap van Covid-19](#)). De gouverneurs calculeerden wellicht ook in dat consumenten na de eerdere ervaring met lockdowns voorzichtiger zouden zijn. Uit een analyse van de locatiegegevens van mobiele telefoons komt naar voren dat niet iedereen thuis is gebleven omdat de overheid dit adviseerde. Mensen bleven ook uit vrije wil thuis, mogelijk uit vrees het virus op te lopen.¹

Het is nog afwachten of het ergste van de tweede golf daadwerkelijk achter de rug is en of er in het najaar of de winter mogelijk zelfs een derde golf komt. Zelfs als de pandemie het hoogtepunt nu heeft bereikt, dan nog is er een lange weg te gaan voordat in de zwaarst getroffen staten het besmettingsgetal weer laag is. Omdat dit misschien nog wel twee maanden duurt, blijft de economische bedrijvigheid in deze staten, en mogelijk ook daarbuiten, waarschijnlijk op een laag pitje staan.

Hoge werkloosheid en zwak consumentenvertrouwen remmen ook het herstel

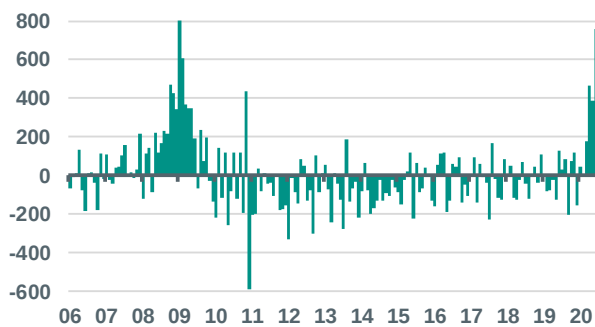
Tot nu toe hebben we de tweede-ronde-effecten van de initiële lockdowns buiten beschouwing gelaten. Deze effecten worden pas sinds kort zichtbaar. Door de talloze steunmaatregelen van de regering konden grootschalige faillissementen vooruit worden geschoven. Door het veel grotere aantal tijdelijk met verlof gestuurde werknemers die nu weer aan de slag gaan, schetsen berichten in de media nog altijd een vertekend beeld, maar inmiddels gaan er in hoog tempo banen definitief verloren: een versnelling van 385.000 in mei naar 759.000 in juni, het grootste verlies in één maand sinds januari 2009 toen op het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis (Global Financial Crisis – GFC) 805.000 mensen hun baan definitief kwijtraakten. In totaal is het aantal definitieve ontslagen gestegen tot 3,7 miljoen, het hoogste niveau sinds juli 2014. Hiermee is de banengroei van de afgelopen zes jaar in enkele maanden weggevaagd. We verwachten dat deze trend de komende maanden helaas nog aanhoudt, al zal het totale werkloosheidspercentage waarschijnlijk verder teruglopen vanaf

¹ Zie <https://www.nber.org/papers/w27431> en <https://www.nber.org/papers/w27432>

het hoge niveau van 11,1% in juni. We verwachten dat de werkloosheid eind dit jaar 9,6% bedraagt, met een ruime onzekerheidsmarge. De stijging van de langdurige werkloosheid is waarschijnlijk een van de redenen waarom het consumentenvertrouwen recentelijk is afgenomen. Het is ook een van de tweede-ronde-effecten die naar verwachting de groei blijven drukken.

Definitieve ontslagen: pandemie versus GFC

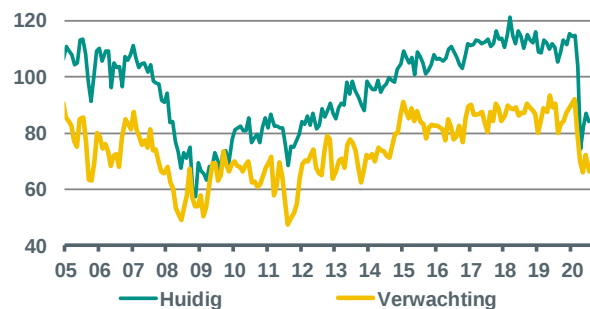
Definitieve ontslagen per maand, in duizenden



Bron: Refinitiv Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Consumentenvertrouwen is in juli gedaald

Michigan consumentensentiment



Bron: Refinitiv Datastream, 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