

Autoproduktie en de rente in de VS

Nadat de lange rente in juli met ruim een halve punt was gestegen als reactie op het snelle herstel na de scherpe groeivertraging in het tweede kwartaal, ging eind augustus de rente weer bijna net zo snel omlaag.

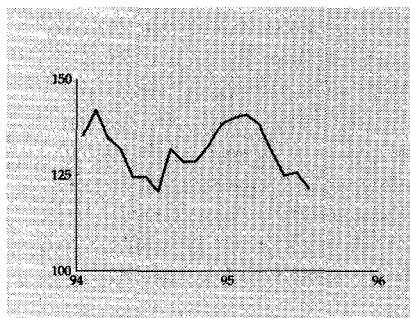
Aanleiding voor deze rentedaling waren enkele tegenvallende cijfers die eind augustus/begin september werden gepubliceerd. Met name de daling van de orderontvangsten en van de index der inkoopmanagers werd gezien als een bewijs van zwakte, terwijl daarentegen de forse banengroei in augustus voor kennisgeving werd aangenomen.

Er zijn echter duidelijke aanwijzingen dat die tegenvallende cijfers, met name de orderontvangsten en de index der inkoopmanagers, sterk vertekend zijn als gevolg van het feit dat het autoseizoen een maand is opgeschoven. In werkelijkheid staat er in de VS een nieuwe groeiversnelling voor de deur, met alle gevolgen van dien voor de rente.

Verschuiving van het autoseizoen

Elk jaar gaan de meeste autofabrieken enkele weken dicht wegens omschakeling op de nieuwe modellen. Vroeger gebeurde dat in augustus, maar sinds vorig jaar is die omschakeling een maand vervroegd. De desbetreffende correctiefactor, bedoeld om de gebruikelijke augustus-dip uit de

Figuur 1. Autoproduktie in de VS, index 1987 = 100



cijfers te verwijderen, houdt nog geen rekening met deze verschuiving van het autoseizoen.

Vandaar dat de autocijfers, net als in 1994, in juli jl. een scherpe inzinking lieten zien die net als vorig jaar werd gevolgd door een augustus-spurt (die nog niet verwerkt is in de cijfers van figuur 1). Deze juli-dip betrof zowel de produktie als de verkopen, aangezien ook de autokopers plegen te pauzeren in afwachting van de nieuwe modellen.

Autoverkopen vormen een onderdeel van de detailhandelsverkopen die derhalve ook vertekend worden door de verschuiving van het autoseizoen. De juli-dip in de autoverkopen was dan ook de oorzaak van de daling van de detailhandelsverkopen in juli.

Aanvankelijk werden deze tegenvallende cijfers als een eenmalige aberratie afgedaan en bleef de rente in augustus stijgen. Maar toen eind augustus ook de orders en de index van de inkoopmanagers een daling lieten zien, was de maat vol en daalde de rente, alhoewel ook hier de vertekende autocijfers ongetwijfeld een grote rol speelden. Weliswaar is het relatieve belang van de automobielsector minder groot dan twintig jaar geleden, maar dat neemt niet weg dat de autoproduktie nog steeds een conjunctuurfactor van betekenis is.

Met name als gevolg van de grote vlucht van het 'just-in-time' voorraadbeheer hebben schommelingen in de autoproduktie tegenwoordig onmiddellijk grote repercussies bij toeleveranciers en grondstoffenproducenten. Ook daar moet de verschuiving van het autoseizoen dus geleid hebben tot een statistische vertekening. Dat verklaart de onverwachte daling van bovengenoemde inkoopindex die met name het gevolg was van lagere orderontvangsten in juli.

De verschuiving van het autoseizoen had ook gevolgen voor de werkloosheidscijfers. Met name de wekelijkse cijfers betreffende de nieuwe aanvragen voor ww-uitkeringen (de 'claims') lieten, net als vorig jaar, in de eerste helft van juli een scherpe stijging zien, gevolgd door een scherpe daling in de tweede helft. Ook deze cijfers zijn voor seizoen gecorrigeerd en gezien het merkwaardige juli-patroon in zowel '94 als '95 speelt ook hier de verschuiving van het autoseizoen waarschijnlijk een

De monitor 'Financiële markten' bestaat uit een statistische pagina (met ingang van deze maand verzorgd door Financiële Diensten Amsterdam) en een bijdrage waarin één onderwerp centraal staat, verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

verstorende rol. In dat verband rijst de vraag waarom de scherpe daling van de claims – dus de verbetering van de arbeidsmarkt – reeds in de tweede helft van juli begon, dus nog tijdens de omschakeling op nieuwe modellen.

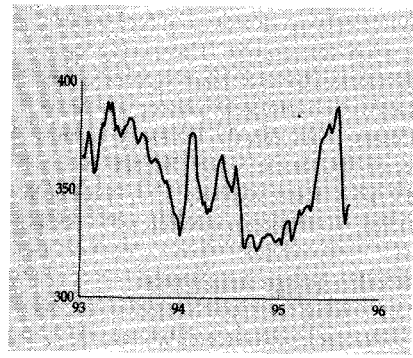
Het antwoord op deze vraag is simpel en bevestigt meteen het verband tussen het merkwaardige juli-patroon van de claims en de verschuiving van het autoseizoen. Immers, anders dan bij tegenvallende vraag weten de autofabrikanten bij omschakeling al ruim van tevoren wanneer de produktie zal worden gestopt, zodat ook de werknemers – onder wie steeds meer arbeidscontractanten – vroegtijdig hun aanvragen voor een uitkering kunnen indienen. Omgekeerd beginnen de claims alweer te dalen nog voordat de autofabrieken weer open gaan.

Kortom, alles wijst erop dat ook de claims vertekend zijn door de verschuiving van het autoseizoen en dat in werkelijkheid al in juni een einde kwam aan de maandenlange stijging van de claims en dus aan de verslechtering van de arbeidsmarkt die het gevolg was van de voorraadcorrectie in het tweede kwartaal. En aangezien de claims een betrouwbare leading indicator zijn voor de werkgelegenheid, lijkt de conclusie gewettigd dat het meevallende cijfer van de banengroei in augustus meer aandacht van de markt verdiende dan het blijkens de recente rentedaling kreeg.

Treinbotsing

Uiteraard zijn er, behalve enkele tegenvallende groeicijfers in de VS, ook andere verklaringen voor de recente rentedaling, zoals een hogere dollarkoers, renteverlagingen in het buitenland en meevallende inflatiecijfers. Ook het feit dat het Congres weer is teruggekeerd van zijn zomer-

Figuur 2. Nieuwe aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen in de VS, x 1000



reces kan een rol gespeeld hebben. Opvallend was vooral dat beide partijen weer onmiddellijk verklaarden dat zij niet van plan zijn om concessies te doen met betrekking tot hun plannen ter vermindering van het overheidstekort.

Dat is op het eerste gezicht positief voor de obligatiemarkt, maar helaas zijn die plannen zo verschillend dat steeds meer politieke waarnemers beginnen te vrezen voor een hevige botsing tussen beide partijen in het Congres. Het is bij voorbeeld niet onmogelijk dat de Republikeinen in oktober, ten einde Clinton onder druk te zetten, zullen weigeren om hun goedkeuring te geven aan de jaarlijkse verhoging van de limiet voor de overheidsschuld. In het ergste geval betekent zo'n 'train wreck' in het Congres dat de overheid enige tijd niet in staat is om rente op de staatsschuld te betalen, met alle gevolgen van dien voor de obligatiekoersen. Weiswaar kan dit probleem worden omzeild met een 'continuïteits-resolutie' die de regering het recht geeft om kort papier te blijven uitgeven, maar ook daarvoor is de goedkeuring van het Republikeinse Con-

gres vereist. Kortom, een wankel basis om nu al een rentedaling te voorspellen. Het is bovendien niet waarschijnlijk dat de Fed binnenkort de rente opnieuw zal verlagen. Voorzitter Greenspan heeft weliswaar onlangs verklaard dat de rente wat hem betreft verlaagd kan worden als het Congres zou besluiten tot een concrete reductie van het overheidstekort, maar tegen de tijd dat hierover een compromis is bereikt zal vermoedelijk ook het laatste restje twijfel omtrent de gezondheid van de economie wel zijn verdwenen. De huidige groeiversnelling is immers nog maar net begonnen en zal voorlopig alleen maar aan kracht winnen.

Mini-cyclus

Dat wordt bevestigd door de grafiek van de minicyclus die sinds 1990 met zijn korte golven van gemiddeld ca. negen maanden een goede 'leading indicator' is van de korte-termijn ontwikkeling van de economie. (zie figuur 3).

Een nieuwe 'minigolf', de zesde sinds de recessie van 1990/91, is dit voorjaar weer gestart. Het begon, zoals gebruikelijk, met een onverwachts herstel van de detailhandelsverkoop, na enkele maanden gevolgd door de industriële productie.

Met andere woorden, de minicyclus doet het nog steeds en is niet gesneuveld onder het geweld van de monetaire verkrapping in 1994. Weliswaar was de golf van 1994 enkele maanden korter dan normaal, maar dat had wellicht te maken met het feit dat de voorafgaande golf extra lang was als gevolg van de grote Mississippi-overstroming in het najaar van 1993 en de extreme sneeuwval begin 1994. Opvallend is in dit verband dat beide gebeurtenissen duidelijk zichtbaar zijn in figuur 3 in de vorm van een drie-dubbele top van de detailhandelsverkoop in 1993/94.

De gevoeligheid van de minicyclus voor natuurrampen e.d. is overigens heel begrijpelijk. De minicyclus is immers een voorraadcyclus, namelijk de moderne variant van de oude, vierjarige Kitchin-cyclus (zie Een ultrakorte golf in de VS, ESB, 3 november 93).

Als gevolg van het just-in-time principe is de gemiddelde lengte van de voorraadfluctuaties teruggelopen van ca. vier jaar tot ca. negen maanden. Transport is bij just-in-time voorraad-

beheer een cruciale factor. En het was met name de transportsector die ernstig ontwricht raakte bij overstromingen en de sneeuwval.

Deze keer lijkt niets een normale minicyclus in de weg te staan. Dat betekent dat bijvoorbeeld de industriële productie, die nog maar net aan een herstel is begonnen, in de komende vier maanden een duidelijke versnelling zal laten zien, alvorens weer te gaan vertragen. Dat maakt een nieuwe renteverlaging door de Fed voor het einde van het jaar, die nog steeds door de markt wordt 'ingeprijsd', niet erg waarschijnlijk. Eerder valt te denken aan een renteverhoging als de BBP groei in het vierde kwartaal weer zou oplopen tot 4% of meer, hetgeen bepaald niet valt uit te sluiten. Een reden temeer om ervan uit te gaan dat we momenteel in de VS niet te maken hebben met het begin van een nieuwe rally op de obligatiemarkt, maar met een tijdelijke rente-deuk.

Piet Henseler

Figuur 3. Industriële productie en detailhandelsverkoop, kwartaal-gemiddelde op jaarbasis

