

## Financiële markten

# De kleine stapjes van Greenspan

Vrijdag 4 februari verhoogde de Amerikaanse centrale bank haar belangrijkste rentetarief, de zg. 'federal funds rate', voor het eerst sinds 1989 met een kwart procent. De Dow Jones index reageerde daarop met een koersval van 96 punten. De Amerikaanse obligatiemarkt ging onderuit en de dollar sprong twee cent omhoog. Het hele weekeinde waren beleggers in gespannen afwachting van wat de beurzen maandag gingen doen. De schade bleef beperkt. Na een aanvankelijke koersdaling van ongeveer 2,5%, staan de beurzen op het moment van schrijven alweer hoger dan twee weken geleden.

Desalniettemin heeft de eerste verhoging van de Amerikaanse rente in bijna vijf jaar beleggers aan het denken gezet. Is de renteverhoging in de Verenigde Staten de eerste in een hele reeks of een eenmalig waarschuwingsschot? Moet de daarop volgende koersdaling worden gezien als een achteraf onbeduidende rimpeling in de 'bullmarkt'? En hebben we dus de komende maanden nog een sterke stijging van de aandelenkoersen voor de boeg? Of was dit de aankondiging van de lang gevreesde correctie – een koersdaling die is ingegeven door een stijgende rente in de VS en waarbij de beurzen, met Amerika voorop, zo'n 10 tot 15% lager zullen worden gezet.

### Navigeren op de sterren

Om antwoord te geven op deze vragen is het goed even terug te gaan in de geschiedenis. Vorig jaar verklaarde de Federal Reserve bij monde van zijn voorzitter Greenspan dat het historische verband tussen M2 (de geldhoeveelheid in ruimere zin) en de nominale groei van het bbp zodanig was verstoord dat M2 niet langer

beschouwd kon worden als een betrouwbaar kompas voor het monetair beleid. Gaf de Fed hiermee eigenlijk niet te kennen dat men stuurloos was? Of was het een poging om te verhullen dat de Fed er niet in geslaagd was om de groei van M2 opgang te brengen en daardoor de voortzetting van het toch al zo aarzelende herstel ernstig in gevaar had gebracht?

Greenspan's antwoord kwam erop neer dat een goede stuurman zijn kompas, als het kapot is, overboord zal zetten, om zich vervolgens te oriënteren op de zon, de sterren of eventuele wolken aan de horizon. Met andere woorden, de Fed zou voortaan bij het navigeren meer dan ooit gaan letten op voortekens van toekomstige inflatie en een 'preëemptief' beleid voeren, gericht op het voorkomen van inflatie.

Optimisten spreken in dit verband ook wel van een 'actief' beleid, versus het meer 'passieve' monetaristische beleid van de afgelopen jaren, dat vooral bestond uit het streven naar een van te voren bepaalde doelstelling voor de geldgroei: als die geldnorm gehaald werd, dan kwam het met de inflatie vanzelf wel in orde. De geldgroei was immers een betrouwbare 'leading indicator' en de Fed kon zich dus 'passief' opstellen in die zin dat zij zich niet aan voorspellingen hoefde te wagen om de inflatie toch een stapje voor te blijven.

De trouwe aanhangers van het monetarisme zijn uiteraard minder optimistisch over de nieuwe aanpak van de Fed. Zelfs als ze bereid zijn om toe te geven dat hun geldkompas niet meer werkt, blijven ze uiterst sceptisch ten aanzien van het 'preëemptieve' vermogen van de Fed. Sommige pessimisten waarschuwen dat 'actief' en 'preëemptief' slechts eufemismen zijn voor 'fine tuning', een begrip dat sinds de inflatoire jaren zeventig in een bijzonder kwade reuk staat.

De optimisten stellen daartegenover dat een betrouwbaar geldkompas uiteraard heel nuttig, maar niet onmisbaar is. Als men tenminste in staat is om de voortekens aan de hemel op hun waarde te schatten. Greenspan is met deze kunst niet helemaal onbekend. Lange tijd verdiende hij zijn brood met voorspellen op Wall Street.

Interpretatie van voortekens blijft echter een subjectieve aangelegen-

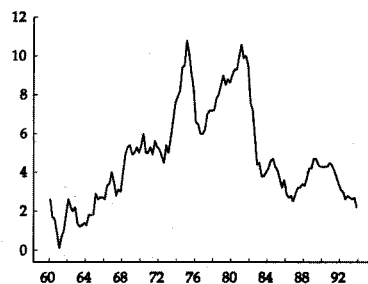
heid, waarmee Jan en alleman zich maar al te graag bemoeien, niet alleen de stuurman, maar ook de stuurlied aan wal. Dat was de afgelopen twee weken dan ook het geval.

### De beste stuurlied staan aan wal

Want hoewel de cijfers over het vierde kwartaal van 1993 toch nauwelijks ruimte overlieten voor twijfel aan de kracht van de huidige economische expansie, kwam de uiterst voorzichtige en bescheiden renteverhoging van de Fed toch nog als een verrassing voor de financiële markten. Zo'n snelle actie had men niet verwacht, zelfs niet van de nieuwe, actieve en 'preëemptieve' Fed. Maar eenmaal gekomen van de schrik, was de overheersende opvatting dat de Fed eigenlijk wel iets eerder en iets meer had mogen verkrappen. Dat valt althans af te leiden uit de wat merkwaardige reactie op de obligatiemarkt, waar niet alleen de korte maar ook de lange rente steeg nadat de Fed haar renteverhoging bekend had gemaakt. Gebruikelijk is dat de lange rente daalt wanneer de centrale bank gaat verkrappen en daarmee te kennen geeft dat toekomstige inflatie niet getolereerd zal worden.

Deze merkwaardige reactie heeft vermoedelijk te maken met het feit dat beleggers in obligaties zich tot voor kort nog van geen kwaad bewust waren. Ze lieten zich maar al te graag in slaap sussen door de gunstige inflatiecijfers van de afgelopen maanden (zie figuur 1). De inflatie in ruime zin, gemeten aan de hand van de bbp-deflator, was eind 1993 gedaald tot 2,2%, het laagste niveau sinds 1965. Toen men ruw werd wakker geschud door de alarmkreet van Greenspan, was er teleurstelling in

**Figuur 1. Inflatie in de VS, procentuele stijging t.o.v. hetzelfde kwartaal in het voorgaande jaar**



plaats van opluchting over de waakzaamheid van de Fed.

Maar de realiteit went snel en in sommige commentaren kan men nu alweer lezen dat de Fed eigenlijk wel wat laat was met haar eerste renteverhoging en dat er ongetwijfeld nog meer zullen moeten volgen om het dreigende gevaar van inflatie te bezweren. Zoals gezegd, de beste stuurlij staan aan de wal.

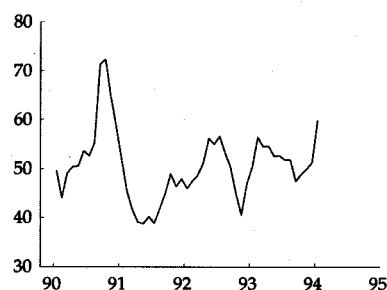
## Het begin van het einde

Bij zoveel verwarring is het goed om nog eens na te gaan wat nu precies de Fed bewogen kan hebben, om juist begin februari de rente te verhogen. Het was enkele dagen na de publicatie van de bbp-cijfers die voor het vierde kwartaal '93 een krachtige groei van 5,9% lieten zien. Dat was wel iets meer dan verwacht, maar daar stond tegenover dat de inflatiecijfers opnieuw bijzonder gunstig waren (zie figuur 1). Een groei van bijna 6% werd ook al eind 1992 bereikt en was toen geen aanleiding voor een renteverhoging. En de ervaring van de laatste jaren leert dat één of twee sterke kwartalen vanzelf weer gevolgd worden door een vertraging. Waarom zou dat nu niet gebeuren?

Bij nadere beschouwing echter van de recente bbp-cijfers valt het op dat de groei nu niet meer zoals voorheen uitsluitend te danken is aan de rentegevoelige sectoren, zoals woningbouw en duurzame consumptiegoederen. Immers, de investeringen in machines en gebouwen, hoewel amper 10% van het bbp, zorgden met een stijging van ruim 20% op jaarbasis in het vierde kwartaal voor ruim een derde van de totale bbp-groei van 5,9%. Wat daarbij daarbij vooral opviel was de grote stijging bij gebouwen. Dat betekent dat er nu voor het eerst ook weer op grote schaal geïnvesteerd wordt in nieuwe productiecapaciteit. En tot capaciteitsuitbreiding besluit men immers niet omdat de rente zo laag is, maar op grond van gunstige winstvooruitzichten, in tijden van hoogconjunctuur.

Dat bewijst dat de economische expansie in de VS nu op eigen benen kan staan, zonder de steun van de goedkoop-geldpolitiek die de Fed nu al enkele jaren voert. Het is dus zeker niet uit te sluiten dat de Amerikaanse korte rente de komende tijd verder omhoog zal worden gebracht.

**Figuur 2. De prijsindex van inkoopmanagers**



Zo lijkt een discontoverhoging nu eerder een kwestie van weken dan van maanden. Hetgeen overigens niet betekent dat het geld van het ene op het andere moment duur is geworden. De Fed houdt immers, zoals de meeste centrale banken, van kleine stapjes en voorlopig is het monetaire beleid van expansief hoogstens veranderd in iets minder expansief. Dit was slechts het begin van het onvermijdelijke einde van goedkoop geld.

## Meer 'pricing power'

Nu de groei op eigen benen kan staan, vermindert ook de kans op een scherpe terugval: al laat de consument het tijdelijk afweten, de investeringen gaan door. Bovendien zijn de voorraden op een zeer laag niveau en moeten dringend worden aangevuld.

Het vertrouwde beeld sinds 1990, van hollen en stilstaan, dreigt te veranderen in een patroon van rennen en wandelen. Dat vergroot de kans op toenemende inflatie. Tot voor kort waren de signalen van een oplevende inflatie uiterst schaars maar de laatste tijd worden ze talrijker, zoals hogere grondstoffenprijzen en stijgende uurlonen in de verwerkende industrie. Stijgende uurlonen zijn geen probleem zolang de fraaie productiviteitsverbetering van de afgelopen twee jaar voortduurt. Maar naarmate de bezettingsgraad stijgt verminderen de mogelijkheden voor verdere verhoging van de productiviteit.

Een zeer recente waarschuwing op dat gebied was afkomstig van de prijsindex van de inkoopmanagers (NAPM, Purchasing Managers' Price Index). In januari liet deze index een scherpe stijging tot bijna 60 zien (zie figuur 2; 50 is neutraal, index > 50 betekent meer prijsverhogingen dan

dalingen). Dat is een sterke aanwijzing dat steeds meer toeleveranciers tot de ontdekking komen dat hun 'pricing power' eindelijk begint te verbeteren. Dat betekent, behalve hogere rente, ook hogere winsten. Daarmee zijn we aangeland bij de vraag wat het effect van de monetaire verkrapping zal zijn op de koersen in Wall Street.

## Een 'mid-cycle correctie'?

Het einde van goedkoop geld gaat op Wall Street meestal gepaard met de 'mid-cycle correctie', wat een eufemisme is voor een tussentijdse koersdaling van 10 tot 15%. Tijdens zo'n correctieperiode dalen rentegevoelige aandelen die het eerste deel van de 'bullmarkt' hebben getrokken, het meest. Cyclische aandelen, die het vooral van winstgroei moeten hebben en voor het tweede deel van de 'bullmarkt' plegen te zorgen, blijven het daarentegen relatief goed doen. Maar, zoals gezegd is er voorlopig nog steeds sprake van goedkoop geld. Gemiddeld gaan er drie of vier renteverhogingen overheen voordat de beurs serieus gaat 'corrigeren'. Er is geen speciale reden om te verwachten dat het deze keer anders zal gaan. Sinds 1960 zijn er zes van zulke correcties geweest. De verhoging van de federal funds rate tijdens zo'n periode van monetaire verkrapping varieerde van 270 tot 1.040 basispunten. Zelfs als de huidige verkrapping beperkt zou blijven tot 270 basispunten, dan zou dat nog betekenen dat de federal funds rate omhoog gaat naar 5,7%. Dat lijkt ruim voldoende voor een correctie. De meeste analisten voorspellen een correctie als de rente boven de 4% komt.

## Piet Henseler

De auteur is werkzaam op de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.