



Een alternatief scenario voor de VS

Auteur(s):

Henseler, P.

*De auteur is werkzaam bij IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4097, pagina 217, 12 maart 1997

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten, verenigde, staten

De Fed rekent op een vrij scherpe groeivertraging in 1997. Is de wens vader van de gedachte? Gezien de enorme koersstijging lijkt een forse groei van de consumptie zeker niet uitgesloten. Vandaar dat Greenspan bang is voor overdreven uitbundigheid in Wall Street.

Rationele en irrationele uitbundigheid

Eind vorig jaar ontstond er enige commotie op de financiële markten toen Fed-voorzitter Greenspan zijn bezorgdheid uitsprak over de snelle koersstijging in Wall Street. Met name dat hij in dit verband sprak van 'irrational exuberance' werd gezien als een vingerwijzing dat de Fed van plan was om iets te doen aan die overdreven uitbundigheid in Wall Street. Maar, zoals gebruikelijk, bleken deze woorden van Greenspan voor verschillende uitleg vatbaar. Eind februari zei hij dat de Fed geen oordeel heeft over de koersen zelf maar bij haar beleid wel rekening moet houden met de mogelijke effecten van de koersontwikkeling op de reële economie, met name de consumptieve bestedingen. Met andere woorden, Greenspan is niet bang voor een uitbundige beurs, maar voor een uitbundige consument. Die vrees lijkt niet helemaal ongegrond.

Fed voorspelt scherpe vertraging

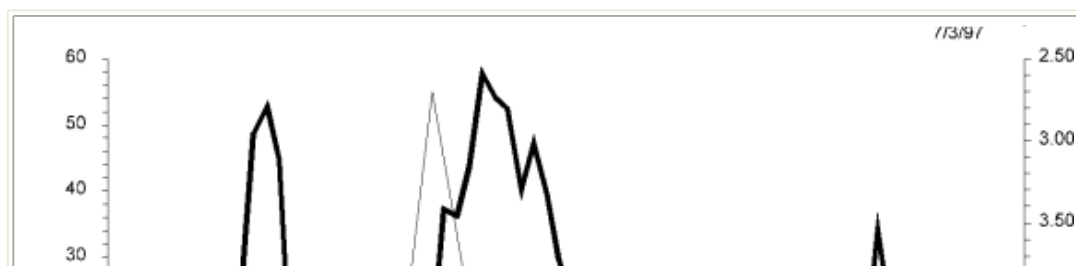
Desondanks voorspelt de Fed een vrij scherpe groeivertraging van 3,2% in 1996 tot 2 á 2,25% in 1997. Zo'n vertraging zou goed van pas komen, gezien de toenemende spanning op de arbeidsmarkt met bijbehorend gevaar voor looninflatie.

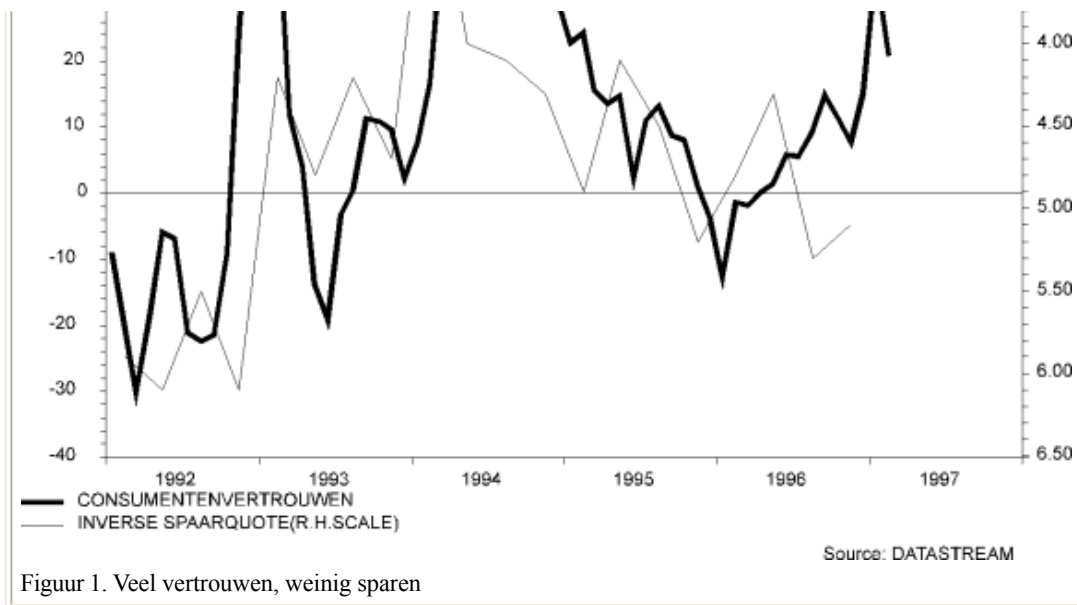
De Fed gaf, behalve de recente stijging van de dollar, geen duidelijke redenen voor zo'n scherpe groeivertraging. Deze prognose moet dan ook waarschijnlijk meer als doelstelling worden beschouwd dan als realistische voorspelling, tenzij de Fed er al van uit gaat dat de rente verhoogd zal worden om de groei af te remmen. Maar in elk geval vereist een dergelijke vertraging een zeer ingetogen groei van de consumptieve bestedingen die bijna 70% van het bbp voor hun rekening nemen.

Modellen voorspellen meer uitbundigheid

De consument heeft alle reden tot uitbundigheid gezien de lage werkloosheid, de forse inkomensgroei en de gestegen waarde van zijn aandelenportefeuille. Greenspan zei daarover onlangs in het Congres onder meer het volgende: "volgens econometrische modellen zou het positieve effect van de stijging van de beurswaarde met \$ 4000 mrd sinds eind 1994 groter moeten zijn dan tot dusverre het geval was". Maar wat niet is kan nog komen. De modellen voorspellen volgens Greenspan een uitbundige consument. In dat geval zou er dus sprake zijn van rationele uitbundigheid, zelfs als die gebaseerd zou zijn op irrationele uitbundigheid in Wall Street. Als de Fed een scherpe groeivertraging verwacht, dan is dat dus op basis van een 'irrationele' consument die zich ondanks vrijwel ideale omstandigheden en ondanks de econometrische modellen, zeer terughoudend opstelt.

Dat die omstandigheden inderdaad bijzonder gunstig zijn blijkt ook uit de index van het consumentenvertrouwen dat een recordhoogte heeft bereikt. De ervaring leert dat er een vrij nauwe, omgekeerde relatie is tussen besparingen en consumentenvertrouwen. Met andere woorden, als het vertrouwen stijgt gaat de particuliere spaarquote omlaag en vice versa. In de tweede helft van 1996 echter gingen zowel spaarquote als vertrouwen omhoog (zie [figuur 1](#)). De consument blaakt van vertrouwen, maar heeft zijn kruit tot dusverre droog gehouden. Alles lijkt gereed voor een flinke consumptie-'boom', Tenzij het waar is dat de spaarquote om andere redenen, bijvoorbeeld demografische, omhoog blijft gaan.

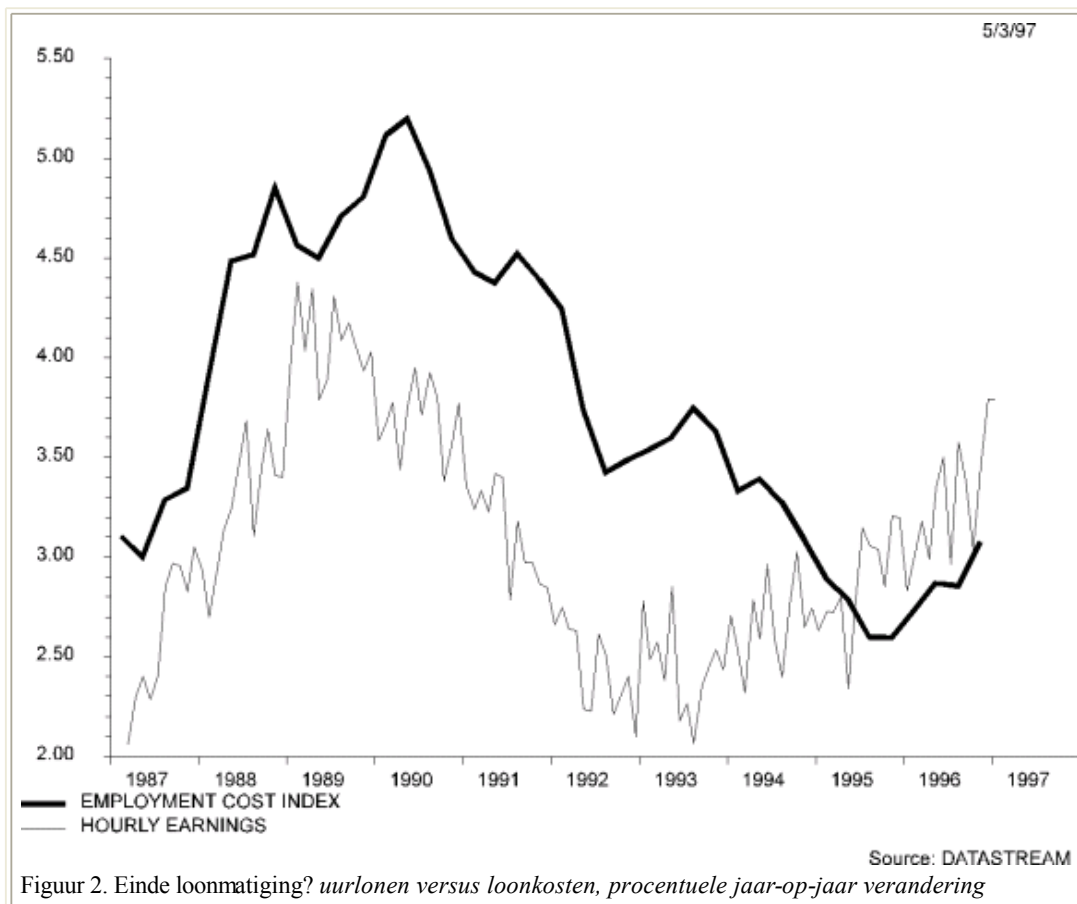




Figuur 1. Veel vertrouwen, weinig sparen

Einde loonmatiging in zicht

Zijn er andere redenen waarom de Fed geen uitbundige consument verwacht? Volgens Greenspan was 'job insecurity', de angst om je baan te verliezen, de voornaamste oorzaak van de opvallend matige loonontwikkeling van de laatste jaren. Dat gevoel van onzekerheid bij werknemers houdt verband met de aanhoudende herstructurering van het bedrijfsleven en de overheid. Die herstructurering, en dus ook de onzekerheid en de loonmatiging, is niet structureel maar een overgangverschijnsel dat in de VS zijn langste tijd heeft gehad. Greenspan wees er eind januari op dat sommige loon-indicatoren sinds kort een duidelijke neiging tot versnellen laten zien. Daarmee doelde hij waarschijnlijk onder meer op het gemiddelde uurloon, dat over de afgelopen twaalf maanden met bijna 4% gestegen is. Dit cijfer wordt niet beschouwd als een betrouwbare indicatie voor looninflatie aangezien het, in tegenstelling tot de 'employment cost index', geen rekening houdt met productiviteitsstijging en werk-geverslasten. Van loonkosten-inflatie is inderdaad nog weinig te merken. Maar de versnelling bij de uurlonen wijst wel op een afnemende neiging tot loonmatiging en meer zelf-vertrouwen bij werknemers ([figuur 2](#)).



Figuur 2. Einde loonmatiging? uurlonen versus loonkosten, procentuele jaar-op-jaar verandering

Als het gebrek aan zelfvertrouwen, de 'job insecurity', volgens Greenspan zo'n belangrijke rol speelde bij de loonmatiging, dan lijkt het niet meer dan logisch om te veronderstellen dat dit ook gold voor de consumptieve bestedingen. Tenslotte is de werknemer ook consument, wat zou verklaren waarom de consument tot dusverre zo weinig uitbundig was en waarom de spaarquote vorig jaar niet is gedaald ondanks de scherpe stijging van het consumentenvertrouwen.

Meer uitbundigheid bij consument

Als omgekeerd de periode van loonmatiging zijn langste tijd heeft gehad, zoals Greenspan denkt, dan ligt het voor de hand om ook meer uitbundigheid bij de consument te verwachten. Het lijkt dan ook verstandig, om niet blind te varen op de prognose van de Fed die net als de consensus in plaats van uitbundigheid blijft rekenen op terughoudendheid bij de consument.

De redenen voor zo'n scherpe vertraging worden in de meeste prognoses niet duidelijk aangegeven. Meestal is het een combinatie van factoren die de vertraging veroorzaken: afnemende groei van de investeringen, een stijging van het tekort op de lopende rekening en, uiteraard, een vertraging van de consumptie. Dat laatste is op zich zelf niet zo vreemd, gezien de gevorderde leeftijd van de huidige expansie in de VS. Normaal gesproken wordt het eerste deel van een conjuncturele expansie gekenmerkt door een felle groeispurt van de consumptie als gevolg van de inhaalvraag die ontstaan is tijdens de voorafgaande recessie. Wanneer de inhaalvraag is verzadigd valt de groei van de consumptie terug tot een rustiger tempo.

Afwijkend patroon huidige expansie

De huidige expansie echter vertoont een duidelijk afwijkend patroon. Na een zeer korte recessie van slechts drie kwartalen volgde een uiterst traag herstel zonder de gebruikelijke groeispurt als gevolg van inhaalvraag. Sinds 1993 bleven sterkere en zwakkere kwartalen elkaar afwisselen en niet valt in te zien waarom daar speciaal nu verandering in zou komen in de vorm van drie of vier uitgesproken zwakke kwartalen die nu voorspeld worden door de consensus en de Fed.

Aangezien de consensus ook geen scherpe rentestijging verwacht die de vertraging zou kunnen verklaren, lijkt het erop dat men, bewust of onbewust, rekening houdt met een scherpe koersdaling in Wall Street die, via een daling van het consumentenvertrouwen, inderdaad zou kunnen zorgen voor de scherpe groeivertraging.

Negatief sentiment is positief voor Wall Street

Dat de consensus een koersdaling verwacht is niet zo vreemd, gezien het feit dat ook het merendeel van de professionele fondsmanagers in de VS een koersdaling voorspellen. Maar als iedereen denkt dat de koersen omlaag gaan, dan gaan ze meestal omhoog. Dat is althans een vuistregel in Wall Street waar het 'sentiment' dan ook als een contra-indicator wordt beschouwd. Als het sentiment negatief is, zoals nu, dan is dat een gunstig teken voor de beurs.

Als de koersen niet omlaag gaan maar omhoog, dan zal ook het consumentenvertrouwen nog verder kunnen toenemen en uitbundigheid bij de consument de overhand krijgen. Dan zal ook het huidige consensus-scenario van een scherpe groeivertraging in de VS moeten plaats maken voor het alternatieve scenario van uitbundige groei.

Het alternatieve scenario: rationele uitbundigheid

Het alternatieve scenario biedt echter aan de belegger geen solide perspectief. Want uiteindelijk is ook de uitbundigheid van de consument in dat geval gebaseerd op de overdreven uitbundigheid in Wall Street. Althans, volgens Greenspan, die al heeft aangekondigd uitbundigheid niet te tolereren. Vandaar dat we als IRIS voorlopig de voorkeur geven aan het consensus-scenario, waarin de consument, al dan niet gedwongen door de Fed, zijn terughoudendheid zal bewaren.