



Greenspan's laatste truc mislukt

Auteur(s):

Wanningen, G.

*De auteur is fondsmanager vastrentende waarden en valuta's bij de Blue Sky group, Amstelveen.***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4342, pagina 28, 11 januari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

De onlangs in de vs gepleegde ingreep in de lange rente zal niet genoeg zijn om het economisch herstel aldaar te bespoedigen.

Het afgelopen jaar heeft de Fed de rente met maar liefst 475 basispunten verlaagd en blijven er slechts 175 basispunten over om de economie weer op gang te krijgen. Tot nu toe zijn de effecten minimaal geweest. Met name de sterke dollar en een zwakke aandelenmarkt hebben het beleid van de Fed gefrustreerd. Het werd daarom tijd om een truc uit de oude doos te halen. Op 31 oktober werd, tot volledige verrassing van de markt, de uitgifte van de dertigjarige obligatielening door de Amerikaanse Treasury stopgezet¹.

Operation Twist

Een dergelijke drastische maatregel doet sterk denken aan *Operation Twist* in 1961. De Amerikaanse economie bevond zich ook toen in een recessie en dollars verlieten het land in groten getale. Het verhogen van de korte rente zou de dollar-uitstroom kunnen temperen maar zou de economie verder in een recessie drukken, terwijl het verlagen van de rente de dollar alleen maar verder zou verzwakken. Om die reden werd *Operation Twist* gelanceerd. De Treasury zou meer obligaties uitgeven aan het korte eind van de rentecurve waardoor de korte rente zou moeten stijgen gezien het vergrote aanbod, terwijl de Fed met name obligaties zou kopen in het lange eind om daarmee een sterke rentedaling te bewerkstelligen (kunstmatige verhoging van de vraag naar obligaties). Hiermee zouden de investeringen en de huizenmarkt moeten worden aangezwengeld gegeven de rentegevoeligheid van deze markten. Het effect was echter teleurstellend. De korte rente steeg wel maar de lange rente steeg eveneens, waarmee het beoogde effect uitbleef. Er zijn verschillende redenen aan te voeren waarom de operatie toentertijd mislukte. De focus van dit artikel is waarom ook nu een dergelijke 'manipulatie' van de rentecurve geen effect zal hebben.

Geen stijging investeringen

De verwachte uitkomst van de stopzetting van de dertigjarige obligatielening was, dat door het verminderd aanbod van obligaties de koers daarvan zou stijgen en de lange rente zou dalen. Op het moment dat de stopzetting van de uitgifte werd aangekondigd, daalde de lange rente inderdaad sterk. Belangrijker was echter dat de rente op obligaties met een lagere kredietwaardigheid dan staatsobligaties eveneens daalde waardoor de zogenaamde 'spread' gelijk bleef. Een dergelijk effect is niet vanzelfsprekend omdat verwacht mag worden dat de markt doorheeft dat het gaat om een kunstmatige ingreep, ondanks het feit dat veel langlopende obligaties geprijsd worden met de dertigjarige rente als referentiepunt. Ook de zogenaamde Fannie Mea en Freddy Mac obligatierentes, welke gelieerd zijn aan de hypotheekrente, daalden sterk. Hiermee lijkt op het eerste gezicht de actie een succes aangezien het uitgeven van langlopende obligaties goedkoper is geworden. Hiermee kunnen bedrijven goedkoper lenen waardoor de druk op de marges verkleind wordt. Of het een blijvend effect zal hebben valt te betwijfelen. De lange rente is alweer op het niveau van voor de aankondiging. Wel is het verschil tussen de tien- en dertigjaarsrente verkleind waardoor leningen met een lange looptijd aantrekkelijker worden. Het verschil was voor de aankondiging opgelopen tot 85 basispunten, om daarna sterk te dalen tot ongeveer 45 basispunten vandaag de dag. Er is dus een sterke vervlakking van de rentecurve opgetreden. Of dit echter voldoende is om de investeringsdrift weer aan te zwengelen, valt te betwijfelen. Theoretisch zorgt een lange rentedaling voor een daling in de reële kosten van kapitaal en vormt daarmee een impuls voor investeringen. Een dergelijk effect is empirisch echter moeilijk aantoonbaar². In een periode van grote onzekerheid zullen bedrijven en banken (kredietverschaffingskanaal) ervoor kiezen om hun balansen op orde te brengen³.

Consument zal pas op de plaats maken

Van de consument hoeft evenmin veel te worden verwacht. Het tekort van de huishoudsector als percentage van het bbp is in 2001 ongekend hoog gebleven, ongeacht of men inkomen, besparingen of investeringen herdefinieert⁴. De groei van de Amerikaanse economie is feitelijk alleen maar mogelijk geweest doordat consumenten meer besteedden dan zij aan inkomsten genereerden. Overheidsbestedingen en netto exporten hebben niet wezenlijk bijgedragen aan de groei. De keerzijde is een sterke toename geweest in de schuldopbouw. Natuurlijk is het zo dat kapitaalwinsten, met name veroorzaakt door stijging van de huizenprijzen en aandelenmarkten, de rijkdom van consumenten vergroten. Maar deze winsten kunnen op zichzelf niet worden uitgegeven. Om een bijdrage te leveren aan uitgaven moet er sprake zijn van een toename van leningen of van een realisatie van de kapitaalwinsten door de sector als geheel.

Limiet aan effect lagere rente

Het stopzetten van de dertigjarige obligatielening en de resulterende lagere lange rente maakt het oversluiten van hypotheek aantrekkelijker en vergroot de bestedingsruimte, waardoor de consumptie op een hoog peil kan blijven en de economie niet verder wegglijdt. Er is echter een limiet aan de omvang van dit effect. Voor het aangaan van schulden ligt die in de verhouding tussen schuldbetalingen en inkomens omdat schulden moeten worden afbetaald. Deze verhouding is opgelopen tot boven de veertien procent en bevindt zich daarmee op het recordniveau van 1986 ⁵.

Ook aan het realiseren van kapitaalwinsten door verkoop van aandelen is een grens. Massale verkoop van aandelen kan ertoe leiden dat aandelenmarkten in een neerwaartse spiraal terechtkomen.

Invloed sectorstructuur

Tot op heden is de Amerikaanse consument de motor gebleven van de economie. Het laatste rapport over de ontwikkeling van het bbp in het derde kwartaal wees op een geannualiseerde groei van de consumentenbestedingen van één procent, niet direct een cijfer dat doet denken aan een economie die in een recessie verkeert ⁶. Dit heeft vooral te maken met een veranderende samenstelling van de beroepsbevolking. De Amerikaanse economie is in korte tijd omgetoverd in vooral een diensteneconomie en was daardoor minder gevoelig voor externe schokken. Tussen 1989 en 2000 is de groei in de dienstensector spectaculair te noemen met een toename van de werkgelegenheid met maar liefst meer dan veertig procent. De totale werkgelegenheid steeg in deze periode met ongeveer 22 procent ⁷.

Belangrijker voor de consumptieontwikkeling is de loonontwikkeling. Ook de loonontwikkeling in de dienstensector is zeer sterk te noemen, met een stijging van 6,9 procent terwijl de totale reële loonontwikkeling 2,9 procent is geweest. De aanslagen van 11 september hebben dit beeld veranderd. De sterkte van de economie kon nu wel eens de zwakte zijn. De luchtvaart, de hotel- en de toerisme-industrie in het algemeen hebben een enorme klap gehad. Sinds augustus 2001 zijn er 589.000 banen verloren gegaan in de service industrie. Een van de grote banenmotoren van de vs is tot stilstand gekomen en zal hoogstwaarschijnlijk een verdere contractie laten zien in de komende maanden. Hiermee zal de inkomenspositie van velen worden uitgehold, waardoor de lang verwachte verzwakking van de consument dan toch bewaarheid wordt. Tezamen met een flinke schuldopbouw is het te verwachten dat de economie de komende periode zeker niet de verwachte 'v' zal laten zien, ondanks de vele pogingen van Greenspan en consorten om de economie aan te zwengelen.

Conclusie

De Amerikaanse economie bevindt zich in een zeer lastig parket. Renteverlagingen en overheidsstimulansen hebben tot op heden niet gezorgd voor een gewenste stabilisatie van de economie, laat staan dat er sprake is van een krachtig herstel. De aard van de vertraging is hier debet aan. Recessies van na de Tweede Wereldoorlog werden vooral gekenmerkt door een vertraging in de loonontwikkeling van huishoudens (met name in de industrie) waardoor bestedingen afnamen en bedrijven investeringen uitstelden. De huidige recessie komt voort uit een vertraging in de investeringen doordat bedrijven collectief op grote schaal investeerden en op macro-schaal overinvestering

optrad. Hierdoor is de kapitaalvoorraad te snel opgebouwd waardoor toekomstige verwachte opbrengsten lager zullen zijn. De investeringen zullen daardoor niet snel weer toenemen.

De consument is tot op heden de sterke factor geweest in de economie. Dit komt mede door de verschuiving in de samenstelling van de beroepsbevolking met een veel sterkere focus op de snelgroeiende dienstverlening. Tot op heden is hier de loonontwikkeling goed geweest waardoor bestedingen redelijk op peil zijn gebleven. De aanslagen van 11 september hebben hier echter hoogstwaarschijnlijk een verandering in gebracht. Met een steeds groter wordende schuldenlast en een stijgende werkloosheid zal de consument ervoor kiezen om het huishoudbudget op orde te brengen. Hierdoor zullen de hoge groeicijfers van de afgelopen jaren tot het verleden behoren. Daar kan zelfs een kunstmatige rente-ingreep geen verandering in brengen.

1 Hoewel het beleid van de Treasury los staat van de Fed in formele zin, kan toch niet de schijn worden weggenomen dat een dergelijke actie in samenspraak met de Fed is gebeurd.

2 Zie B. Friedman, *Does monetary policy affect real economic activity? Why do we still ask this question?*, NBER Working Paper nr. 5212. Cambridge, Mass., 1997.

3 Zie R.E. Carpenter, *Hard times, easy money? Countercyclical stabilization in an uncertain economy*, Policy Note 2001/9, Levy Institute.

4 Er is in de VS een levendige discussie ontstaan over de wijze waarop besparingen worden berekend. De officiële definitie houdt geen rekening met ongerealiseerde kapitaalwinsten, terwijl zodra er sprake is van kapitaalwinst bij verkoop, betaalde belastingen wel van het inkomen worden afgetrokken. Hierdoor ontstaat een neerwaartse druk op de besparingen. Houdt men hier echter rekening mee, dan nog is de spaarquote ongekend laag.

5 Zie De Amerikaan leeft wel op de pof, www.economie.nl onder discussies, reacties ESB.

6 Sinds de Tweede Wereldoorlog is het in het algemeen zo geweest dat volgens de NBER- definitie van een recessie de consumptie, na het vaststellen van een piek in de economische activiteit, een negatieve groei liet zien in het daarop volgende kwartaal. Uitzonderingen zijn 1957 en 1970. In deze jaren trad een daling van de consumptie later op.

7 Zie J. Hatch, A. Clinton, Job growth in the 1990s: a retrospect, BEA, *Monthly Labor Review*, december 2000.

