

Voorraadcorrectie in de VS kort maar krachtig

De meeste beleggers lijken nog steeds te geloven in een 'zachte landing' van de Amerikaanse economie. Maar nu de afkoeling wat sterker blijkt dan verwacht en de lange rente een scherpe daling heeft ondergaan, begint enige twijfel te rijzen aan de zachtheid van dit scenario. Voorlopig is er echter weinig kans op een recessie en op een renteverlaging door de Fed. Het was immers, in deze tijd van 'just in time'-voorraadbeheer geen verrassing dat een voorraadcorrectie niet lang op zich liet wachten toen de detailhandelsverkopen eind vorig jaar begonnen te stagneren. Evenmin verrassend is bij nader inzien de sterke afkoeling waarmee deze voorraadcorrectie gepaard gaat. Weliswaar zijn de voorraden dank zij het 'just in time'-beleid tegenwoordig dermate laag dat een kleine correctie al voldoende is om eventuele overtollige voorraden op te ruimen. Maar doordat de minimale voorraden niet meer als buffer fungeren tussen vraag en aanbod, leiden kleine vraagfluctuaties tot heftige maar kortstondige schommelingen in de bedrijvigheid. Vergelijking van de huidige correctie met de langdurige voorraadaanpas-

sing in 1985 en 1986 gaat dan ook niet op. Een nieuwe groeiversnelling in de tweede helft van dit jaar staat voor de deur en daarmee komt het einde van de recente rentedaling in zicht.

Minder voorraden, meer volatiliteit

Hoe ingrijpend de invloed is van het 'just in time'-principe op de omvang van de voorraden wordt onder meer geïllustreerd door de sterke daling van de verhouding tussen voorraden en verkopen, weergegeven door de z.g. I/S-ratio (figuur 1).

Opvallend is ook dat de huidige voorraadcorrectie niet voorafgegaan werd door een stijging van de I/S ratio, zoals bij voorbeeld in 1984, toen een forse voorraadgroei de basis vormde voor een langdurige voorraadcorrectie in 1985 en 1986. Ook nu, in 1995, is er sprake van een voorraadcorrectie, dus van overtollige voorraden, maar de relatieve omvang van de voorraden is nog steeds bijzonder laag dank zij het 'just in time'-beleid. Voor zover er sprake is van overtollige voorraden kunnen die dus niet erg hoog zijn en het opruimen ervan zal dan ook weinig tijd kosten.

Maar het streven naar minimale voorraden betekent ook dat voorraden steeds minder fungeren als buffer tussen vraag en aanbod. Integendeel, schommelingen in de vraag worden tegenwoordig, in plaats van gedempt, juist versterkt door de snelle voorraadaanpassing. Immers, in geval van stagnerende afzet moet de fabrikant nu zijn productie gelijktijdig aanpassen aan zowel tegenvallende vraag als dalende voorraadinvesteringen. Vandaar ook de noodzaak van een flexibel arbeidsbeleid, waardoor een vertraging in de vraag veel sneller dan vroeger resulteert in een tijdelijke daling van de werkgelegenheid. Het recente banenverlies in april en mei is niet zo alarmerend wanneer we bedenken dat er ook in 1992 en 1993 sprake was van zulke korte inzinkingen op de arbeidsmarkt (figuur 2).

Op die manier hebben betrekkelijk klei-

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

ne voorraadaanpassingen tegenwoordig toch een forse, zij het kortstondige uitwerking op de totale economie. Dat betekent meer volatiliteit, met alle gevolgen van dien voor de financiële markten.

Opleving in tweede helft 1995

Beleggers moeten er dan ook voor waken om het effect van deze voorraadcorrectie-nieuwe-stijl niet te overdrijven. Immers, hoe sneller en krachtiger de voorraadcorrectie, des te korter deze zal duren. De huidige 'just in time'-voorraden zijn namelijk dermate krap dat een matige opleving van de bestedingen vrijwel onmiddellijk zal resulteren in additionele voorraadinvesteringen. Als de berichten over een opleving van de detailhandelsverkopen in juni juist zijn, dan zal de huidige voorraadcorrectie wellicht net zo plotseling eindigen als hij begon. Hetzelfde geldt hoogstwaarschijnlijk ook voor de recente rally op de obligatiemarkt.

Verschillen met de jaren tachtig

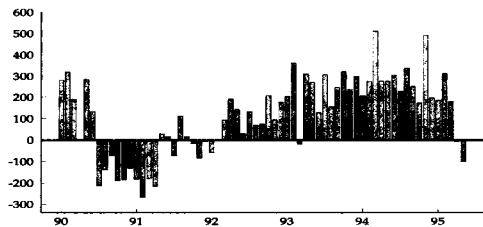
In dit verband is het goed om de verschillen met de jaren tachtig nog eens te benadrukken. Nu eindelijk ook de consensus het 'soft landing scenario' heeft omarmd, zien we een sterke neiging om de overeenkomsten met de jaren tachtig te benadrukken en de niet onaanzienlijke verschillen te vergeten. Inderdaad was er begin 1985, net als nu, sprake van een zachte landing en een voorraadcorrectie, terwijl de bbp-groei ruimschoots boven nul bleef. Na een krachtige 6,2% in 1984 vertraagde de bbp-groei tot 3,2% in 1985 en 2,9% in 1986. In die laatste twee jaren verlaagde de Fed zeven keer de rente terwijl de aandelenkoersen bijna verdubbelden. Dat moet de belegger anno 1995 als muziek in de oren klinken.

Er zijn echter behalve overeenkomsten ook grote verschillen, die een vergelijking met de jaren tachtig tot een hachelijke zaak maken. In de eerste plaats uiteraard de dollar,

Figuur 1. De Inventories/Sales-ratio in de VS, 1982-1994



Figuur 2. Werkgelegenheids groei, maandelijkse verandering x 1.000, 1990-1995



die toen keihard was en nu zwak, hetgeen de kans op een snelle renteverlaging in 1995 aanzienlijk vermindert. Een tweede verschil is de halvering van de olieprijs in 1985, een meevaler die voorlopig niet voor herhaling vatbaar lijkt. Wat echter vooral opvalt is de buitengewoon krachtige voorraadopbouw in 1983/84, gevolgd door een langdurige en omvangrijke voorraadcorrectie die eveneens bijna twee jaar in beslag zou nemen.

Figuur 3 geeft het verschil weer tussen de groei van het totale bbp en de groei van het bbp exclusief voorraden. De figuur toont derhalve de bijdrage van de voorraadinvesteringen aan de bbp-groei. Eind 1983 bij voorbeeld zorgden de voorraadinvesteringen maar liefst voor bijna 3% bbp-groei. Daarbij vergeleken stellen de voorraadinvesteringen van 1994 nauwelijks iets voor. Daarom is ook de voorraadcorrectie van 1995 niet vergelijkbaar met die van 1985.

Gebrek aan overtollige voorraden

De huidige voorraadcorrectie is in feite al de derde sinds de recessie van 1990/91. Het lijkt wel alsof voorraadcorrecties een jaarlijks terugkerend evenement aan het worden zijn.

Gezien de geringe voorraadopbouw in 1994 is er geen reden om te denken dat de voorraadcorrectie van 1995 veel scherper zal zijn dan de vorige correcties in 1992 en 1993. Anders gezegd, een diepe en langdurige voorraadcorrectie zoals in 1985/86 lijkt in 1995 uitgesloten, bij gebrek aan voldoende overtollige voorraden. Integendeel, zodra de woningbouw en de consumptie in de tweede helft van 1995 weer gaan aantrekken, wat gezien de recente rentedaling steeds waarschijnlijker wordt, dan zullen de voorraden al gauw weer te krap blijven. Dan zal de rente weer gaan stijgen, net als in 1994 toen een bescheiden voorraadopbouw de Fed reeds noopte tot een forse renteverhoging.

De huidige voorraadcorrectie heeft nu voor een monetaire adempauze gezorgd, maar alles wijst erop dat deze pauze van korte duur zal zijn. Met andere woorden, de vergelijking met de jaren tachtig gaat niet op: 1995 is geen 1985. Het verleden is deze keer geen leidraad

voor het heden, laat staan voor de toekomst.

Wat doet de Fed?

Ook bij de Fed zien we dat de ervaringen van de jaren tachtig nog steeds een grote rol spelen. Ook daar wordt kennelijk de grote invloed van het 'just in time'-fenomeen door sommigen onderschat. Na de zwakke cijfers in mei jl. begonnen steeds meer Fed-bestuurders, onder wie vice-voorzitter Blinder, aan te dringen op spoedige renteverlaging. Voorzitter Greenspan echter bleef tot dusverre bij zijn standpunt dat het een kortstondige voorraadcorrectie betreft en dat een renteverlaging voorlopig niet nodig is.

Minder structurele tegenwind

Greenspan heeft ook nog een andere reden om de rente voorlopig nog niet te verlagen. De grote afslankingsrage bij het bedrijfsleven in de eerste helft van de jaren negentig is duidelijk over haar hoogtepunt heen. De golf van ontslagen als gevolg van het weg-saneren van met name veel witteboordfuncties, begint duidelijk af te zwakken. In de eerste helft van 1995 daalde het aantal ontslagen in verband met 'herstructurering' met 50% ten opzichte van 1994. De top van deze afslankingsgolf werd bereikt in 1993, met ruim 600.000 ontslagen.

Nu deze 'structurele tegenwind' afneemt, heeft de Fed minder reden om de rente te verlagen zodra de groei even terugloopt: niet alleen is het gevaar voor een recessie kleiner, maar bovendien stijgt de kans op forse looneisen naarmate de werknemers merken dat het ontslagrisico begint te verminderen.

Meer inflatiedruk

Niet alleen hogere looneisen vergroten de kans op inflatie. Nu de herstructureringsgolf grotendeels achter de rug is en de productiecapaciteit bijna volledig bezet, zal ook de produktiviteitsgroei afnemen. En het was juist de combinatie van loonmatiging en hoge produktiviteitsgroei die in de afgelopen jaren resulteerde in een zeer beperkte stijging van de loonkosten per eenheid product die in hoge mate bepalend zijn voor de inflatie. Dat betekent meer opwaartse druk op het prijspeil en waakzaamheid bij de Fed.

De meeste bedrijven zullen overigens slechts schoorvoetend ingaan op hogere looneisen, in het besef dat hogere loonkosten bij gebrek aan 'pricing power' onvoldoende kunnen worden doorberekend. En voor zover er toch sprake is van een hogere beloning, gebeurt dat steeds vaker in de vorm van 'lump sum payments' op basis van de resultaten. Een vorm van winstdeling dus, die geen invloed heeft op de inflatiecijfers.

Het is echter bekend dat de Fed wat betreft de inflatie-risico's grote waarde hecht aan de ontwikkeling van de bezettingsgraad van de productiecapaciteit, die na een beperkte daling in de eerste helft van 1995 tegen het einde van het jaar wel weer in de gevarenzone zal komen. Dan zal de Fed niet aarzelen met een nieuwe 'preventieve' verkrapping, al was het alleen maar om te voorkomen dat de rente alsnog in het verkiezingsjaar 1996 moet worden verhoogd.

Piet Henseler

Figuur 3. Bijdrage voorraadinvesteringen aan de bbp-groei van de VS, 1982-1995

