

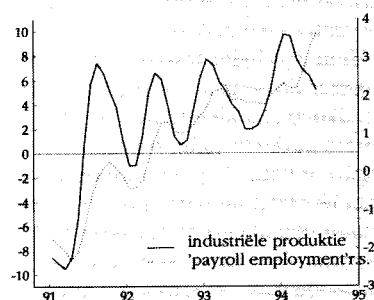
Financiële markten

VS in de ban van de banengroei

Sinds in 1991 het trage conjunctuurherstel in de VS op gang kwam, zijn we gewend geraakt aan de gedachte dat goed nieuws over de economische groei een positieve uitwerking had op de dollar. Immers, hoe meer groei in de VS, des te eerder zou de Fed gaan verkrappen en des te sneller zou het negatieve reële rentever-schil met Europa en Japan vermindere-n of zelfs omslaan in een positief verschil. Dan zouden buitenlanders weer bereid zijn om hun kas in dol-lars aan te houden en zou ook het handelstekort van de VS moeiteloos gefinancierd worden, zonder neer-waartse druk op de dollar.

De ironie van het lot wilde echter dat toen de groei eindelijk versnelde en de Fed inderdaad begon te verkrappen, begin februari 1994, de dol-lar niet omhoog maar juist omlaag ging. Wat was de oorzaak van die on-verwachte dollardaling en wat ont-breekt er nog aan de voorwaarden voor een dollarherstel?

Figuur 1. Banengroei versus groei van de industriële productie^a



a. Driemaands voortschrijdend gemiddelde op jaarbasis.

Kapitaalstromen cruciaal

Bijna vanzelfsprekend kreeg het handelstekort van de VS de schuld van de dollarmalaise. Immers, dat tekort wordt steeds groter, terwijl het rentever-schil wel kleiner is geworden maar nog steeds niet positief is. En bovendien begint zich in Europa en Japan steeds duidelijker een conjunc-tuurherstel af te tekenen, zodat al-daar de kansen op verdere renteda-ling lijken af te nemen.

De financiering van het hardnekkige Amerikaanse tekort zal dus proble-matisch blijven, aldus ongeveer de gangbare redenering. Zolang de korte rente in de VS niet beduidend hoger is dan elders, is er voor buitenlan-ders immers geen speciale reden om hun kas in dollars aan te houden.

Op deze verklaring voor de dollar-zwakke valt echter wel het nodige af te dingen. Het is immers niet alleen de instroom van kort kapitaal die bepalend is voor de dollarkoers. Zo werd bij voorbeeld in 1984/85 het handelstekort van de VS, dat toen relatief nog veel groter was dan nu, ruimschoots gefinancierd door de in-stroom van lang kapitaal. Ook toen was de reële korte rente in de VS niet hoger dan elders en was er per saldo zelfs een uitstroom van kort kapitaal. Desondanks steeg de dollar tot onge-kende hoogte.

Veel belangrijker in dit verband is derhalve de vraag in hoeverre Ameri-kaanse aandelen en obligaties aan-trekkelijk zijn voor binnen- en buiten-landse beleggers. Per slot van reke-ning kochten Amerikaanse beleggers in 1993 nog voor ruim \$ 125 mrd. aan buitenlandse effecten. Dat bedrag was ruim voldoende om het tekort op de lopende rekening te financie-ren, ware het niet dat die beleggers op dat moment elders hogere rende-menten zagen liggen.

De uitstroom van lang kapitaal werd begin 1994 nog versterkt door de berichten over een krachtige groei-versnelling en de aarzelende rentever-hogingen door de Fed. Daardoor kregen veel beleggers het gevoel dat de VS aan de vooravond stonden van een langdurige periode van oplopen-de inflatie en rentestijging en beslo-ten ze om niet alleen hun Amerikaanse obligaties maar ook de dollar te verkopen. Zodoende was het onver-middelbaar dat het 'goede' nieuws over de economische groei de dollar meer kwaad dan goed deed.

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.

Wachten op slecht nieuws

Dat zou omgekeerd wel eens kunnen betekenen dat een groeivertraging ge-paard zal gaan met een herstel van de dollar. Dan kan immers de lange rente omlaag en wordt de Amerikaan-se obligatiemarkt weer aantrekkelijk voor buitenlanders (en buitenlandse obligaties minder aantrekkelijk voor Amerikaanse beleggers).

Dergelijk 'slecht' nieuws is er de laatste tijd in toenemende mate, maar heeft de markt nog niet kunnen overtuigen: die was bij voorbeeld begin juli weer helemaal in de ban van de maandelijkse 'payroll'-cijfers (afkom-stig van het Department of Labor, op basis van een maandelijkse bedrijfs-enquête) die opnieuw een krachtige banengroei (+ 380.000 nieuwe banen in juni) lieten zien. Deze meevallen-de cijfers verdrongen de steeds tal-rijker wordende berichten over een naderende groeivertraging naar de achtergrond.

Lagging indicator

De banengroei is echter een 'lagging indicator' ten opzichte van bij voor-beeld de industriële productie die al sinds het begin van dit jaar onderhe-vig is aan een duidelijke groeivertra-ging (zie figuur 1).

De reden waarom de obligatie-markt zo gebiologeerd wordt door een lagging indicator is vermoedelijk dat in een nog niet zo ver verleden dalende werkloosheid meestal snel resulteerde in hogere lonen en toene-mende inflatie. Er zijn echter aanwij-zingen dat dit verband tegenwoordig veel losser is geworden, onder meer als gevolg van de afnemende invloed van de vakbonden en de voortschrij-dende deregulering op de arbeids-markt. Hierdoor is het gevaar dat de snelle daling van de werkloosheid in de VS spoedig zal resulteren in een toename van de looninflatie, aanzien-lijk verminderd.

Afkoelingsverschijnselen

Bovendien blijkt nu dat de economische afkoelingsverschijnselen van de laatste maanden de arbeidsmarkt bepaald niet onberoerd hebben gelaten. Zo vertonen de nieuwe aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen (zie figuur 2) sinds het begin van dit jaar weer een opgaande trend, in strijd met de krachtige groei van de 'payroll employment'.

De geringe aandacht voor die stijgende trend in het beroep op uitkeringen in 1994 houdt vermoedelijk verband met het grillige verloop van deze reeks in het begin van het jaar, als gevolg van de extreme weersomstandigheden. Desondanks strookt de recente stijging van de claims niet bepaald met het zonnige beeld dat de 'payroll'-cijfers uitstralen. Weinig aandacht was er ook tot dusverre voor de alternatieve werkgelegenheids-cijfers op basis van een maandelijks steekproef onder gezinnen. Deze 'household employment', die het Department of Labor gebruikt ter berekening van het werkloosheidspercentage, vertoont al sinds het begin van 1994 een scherpe vertraging (zie figuur 3) die haaks staat op de versnelling van de 'payroll'-cijfers.

Frappante divergentie

Gezien hun verschillende bronnen is het niet zo verbazingwekkend dat beide werkgelegenheidscijfers op korte termijn soms een onderling nogal afwijkende groei vertonen. Op iets langere termijn volgen de twee reeksen doorgaans wel ongeveer dezelfde trend. Sedert het begin van dit jaar is er echter sprake van een ongewone divergentie: in de eerste zes maan-

den groeide de 'payroll employment' met 1,6 miljoen, terwijl er volgens de 'household'-cijfers 'slechts' 459.000 nieuwe banen bijkwamen.

Part-time banen

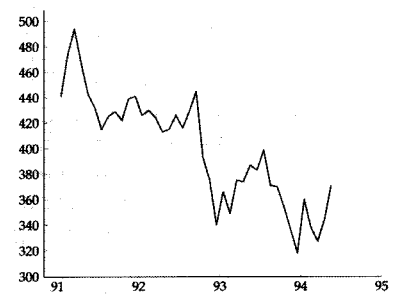
Een belangrijke oorzaak van deze divergentie tussen 'payroll'- en 'household'-cijfers is gelegen in de snelle groei van het aantal part-time banen, die in de 'payroll'-statistiek als een volledige baan worden meegerekend. Veel werknemers zijn als gevolg van de huidige afslankingsrage bij vooral de grote bedrijven hun oude, goedbetaalde baan kwijtgeraakt en proberen nu met twee of meer part-time banen de eindjes aan elkaar te knopen. Hier is dus, wat de 'payroll'-cijfers betreft, duidelijk sprake van dubbelstellingen. Naar schatting vijf miljoen part-timers, dat wil zeggen bijna 4% van de beroepsbevolking, is op zoek naar een volledige, vaste baan. Met andere woorden, de snelle banengroei in 1994, zoals die blijkt uit de 'payroll'-cijfers, wijst niet zonder meer op een verbetering van de arbeidsmarkt.

In de 'household'-enquête daarentegen gaat het uitsluitend om de vraag of iemand werkloos is of niet en heeft het aantal part-time banen per persoon nauwelijks invloed op de totale werkgelegenheidscijfers. Nu de economische groei vertraagt gaat de vervanging van vaste krachten door part-timers in versneld tempo door, zodat dank zij bovengenoemde dubbelstellingen de groei van de 'payroll-employment' nog steeds versnelt terwijl de 'household-employment' al geruime tijd stagneert.

Groei vooral bij kleine bedrijfjes

Een andere oorzaak van deze opmerkelijke divergentie is het feit dat de kleinere bedrijven, die de laatste jaren voor verreweg de meeste banengroei zorgden, zijn ondervertegenwoordigd in de 'payroll'-statistiek die, ten einde dat gebrek te ondervangen, telkens worden opgehoogd met een vaste correctiefactor. Maar nu de groei terugloopt, wat de kleine bedrijfjes vaak het eerste merken, levert die correctiefactor uiteraard een geflatteerd beeld op van de werkelijke banengroei. Vroeg of laat komt er echter een moment dat het Department of Labor zal moeten besluiten om die onrealistische correctiefactor bij te stellen.

Figuur 2. Nieuwe aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen, x 1000

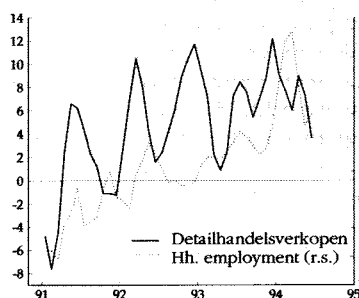


Robinson Crusoe-markt

Gezien de angst voor inflatie en de kans op verdere renteverhoging (door Greenspan vorige week weer eens onderstreept) moge het duidelijk zijn dat de Amerikaanse obligatiemarkt meer dan ooit geobsedeerd is door de werkgelegenheidscijfers die meestal op de eerste vrijdag van elke maand bekend worden gemaakt. In afwachting van die cijfers is de markt vaak nerveus, onzeker en niet in staat om een nieuwe richting in te slaan. Dat is de z.g. 'Robinson Crusoe'-markt (waiting for Friday...). Ook nu zijn er weer geluiden in de markt die suggereren dat de a.s. werkgelegenheidscijfers van vrijdag 5 augustus de aanleiding zullen vormen voor een nieuwe renteverhoging door de Fed. Het is echter niet waarschijnlijk dat de Fed zich bij haar beleid laat leiden door zulk dubieus cijfermateriaal, hoewel Greenspan er niet voor terugdeinst om het, als dat toevallig zo uitkomt, als excuus te gebruiken voor een nieuwe renteverhoging. Vorige week nog, in een hoorzitting van het Congres, onderstreepte hij de kracht van de economie met een expliciete verwijzing naar de 'payroll employment' die in de eerste helft van dit jaar met ruim 1,5 miljoen is gestegen. Hopelijk zullen de bevoegde ambtenaren van het Department of Labor voor 5 augustus tot actie overgaan en de misleidende 'payroll'-cijfers naar beneden bijstellen. Dan kan een 'tegenvallende' banengroei, via een verbeterde stemming op de obligatiemarkt, de aanleiding worden voor het langverwachte dollarherstel. En dan zal een nieuwe renteverhoging door de Fed een daling van de lange rente eerder bevorderen dan tegenhouden.

Piet Henseler

Figuur 3. Detailhandelsverkoop en 'household employment'^a



a. Driemaands voortschrijdend gemiddelde op jaarbasis.