

## Financiële markten

# Whitewater: een geluk bij een ongeluk?

### De Fed verkrapt opnieuw

In de afgelopen week deed de centrale bank van de Verenigde Staten een nieuwe poging om de monetaire teugels aan te trekken. De Fed verhoogde de federal funds rate met 0,25%-punt, van 3,25% naar 3,50%. De renteverhoging kwam niet onverwacht. In de dagen voorafgaand aan de bijeenkomst op 22 maart van de FOMC, het beleidsbepalende comité van de Fed, waren de markten uiterst gespannen. De lange rente naderde opnieuw de 7%. Maar toen de renteverhoging tot slechts 0,25% beperkt bleef, reageerde de Amerikaanse obligatiemarkt met opluchting.

De indruk ontstond zelfs dat de Fed het nu voorlopig bij deze renteverhoging zou laten. Boze tongen beweren dat Clinton de Fed van verdere monetaire verkrapping wil afhouden om zo de economische groei niet in gevaar te brengen. Waarom anders nodigde president Clinton Fed-voorzitter Alan Greenspan uit in het Witte Huis? Greenspan zou zijn overgehaald om van verdere rentever-

hogingen af te zien. Maar wie de uitspraken van Greenspan van de laatste maanden nader analyseert komt tot een heel andere conclusie: de echte verkrapping moet nog beginnen.

### Monetair beleid op de helling

Tijdens een hoorzitting van het Congres eind februari heeft Greenspan te kennen gegeven het monetaire beleid voortaan door vijf indicatoren te laten bepalen, te weten de grondstofprijzen, de goudprijs, de wisselkoers van de dollar, de bezettingsgraad van de productiecapaciteit en de 'term structure of interest rates'. Met dat laatste wordt bedoeld de rentestructuur: het verschil tussen korte en lange rente, in de wandeling meestal aangeduid als de helling van de yieldcurve.

Bovengenoemde vijf indicatoren, aldus Greenspan, fungeren niet als 'leading indicators' van de inflatie, maar van de inflatieverwachtingen, die uiteindelijk bepalend zijn voor de inflatie. Zodra een of meer van die indicatoren een verontrustende ontwikkeling laat zien, is dat aanleiding voor een heroverweging van het monetaire beleid. Op die manier hoopt de Fed een 'preëemptief' beleid te voeren en een daadwerkelijke stijging van de inflatie te voorkomen. Met name de helling van de yieldcurve speelt momenteel een belangrijke rol bij de pogingen van de Fed om te verkrappen.

Als gevolg van de stijgende lange rente is de helling van de yieldcurve in de Verenigde Staten sinds oktober 1993 steeds steiler geworden. In de optiek van Greenspan wijst dit op een toename van de inflatieverwach-

tingen. De belegger in langlopende obligaties vraagt immers een hogere premie voor toekomstige inflatie dan de belegger in kortlopende obligaties.

### Averechts effect verhoging

Door de korte rente te verhogen probeert de Fed de inflatieverwachtingen te verminderen, waardoor de yieldcurve zal afvlakken. Dat lukt echter niet als de lange rente, zoals in februari gebeurde, meer stijgt dan de korte rente. De yieldcurve werd toen steiler in plaats van vlakker. Het resultaat van die eerste poging tot verkrappen op 4 februari was dus averechts en maakte een verdere renteverhoging onvermijdelijk. Vandaar de tweede renteverhoging op 22 maart.

Maar ook met deze renteverhoging heeft de Fed de markt nog niet waar ze die hebben wil. Want ook al reageerde de obligatiemarkt aanvallend met opluchting, in de dagen daarna begon de twijfel weer te overheersen en liep de lange rente opnieuw op.

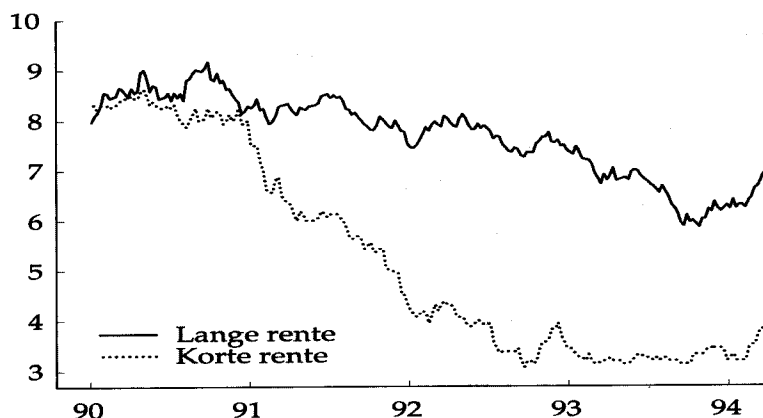
Een te voorzichtige werkwijze van de Fed vergroot het gevaar van een vicieuze cirkel: een stijgende lange rente omdat de obligatiemarkt de verkrapping te klein vindt en de Fed die verkrapt om het verschil tussen korte en lange rente beperkt te houden. Om deze vicieuze cirkel te doorbreken zal de Fed haar officiële rentetarieven met meer moeten verhogen dan de afgelopen twee keer, zodat de Amerikaanse obligatiemarkt het vertrouwen krijgt dat de inflatie onder controle zal worden gebracht. Of er moet iets anders gebeuren waardoor het oplopen van de lange rente wordt geblokkeerd.

### Gevoeligheid voor lange rente

De opwaartse druk op de lange rente kan bij voorbeeld verminderen als in de komende kwartalen de groei in de Verenigde Staten tegenvalt. Het bovengenoemde gevaar van een vicieuze cirkel neemt dan af, zodat de Fed met zijn verkrapping-in-kleine-stapjes wel degelijk succesvol kan zijn. Tegenvallende groei kan met name het gevolg zijn van de recente stijging van de lange rente.

In de afgelopen jaren is de gevoeligheid van de Amerikaanse economie voor de ontwikkeling van de lange rente sterk toegenomen. Het kortlopend bankkrediet waarvan be-

Figuur 1. Korte en lange rente in de VS, in %



drijven vroeger op grote schaal gebruik maakten is nu vervangen door obligaties. Gezinnen hebben hun kortlopende bankdeposito's grotendeels verruild voor obligatiefondsen en zijn zodoende evenals bedrijven gevoeliger geworden voor de lange rente. Het is dan ook verre van denkbeeldig dat de recente stijging van de lange rente zal resulteren in een tegenvallende groei in het tweede en derde kwartaal van dit jaar. Net zoals, maar dan omgekeerd, de onverwachte eindsprint van de Amerikaanse economie in het laatste kwartaal van vorig jaar mede te danken was aan de voorafgaande periode van rentedaaling op de kapitaalmarkt.

### Whitewater

Een andere kans om een einde te maken aan het kat-en-muisspel tussen Fed en obligatiemarkt vormt Whitewater. Die affaire biedt de mogelijkheid dat de Fed in de komende maanden in politiek opzicht de ruimte krijgt om de vicieuze cirkel te doorbreken. Whitewater zal in de komende maanden veel aandacht en energie opeisen, niet alleen van het Witte Huis maar ook van de Democraten in het Congres die juist met plannen rondliepen om de bevoegdheden van de Fed te beperken. Die plannen maken nu weinig kans meer, zodat Greenspan zich voorlopig wat minder hoeft aan te trekken van eventuele kritiek op zijn beleid vanuit het Congres. Dat zal hem in staat stellen om bij voorbeeld het disconto te verhogen om op die manier te laten zien dat het wat de Fed betreft menens is met de verkrapping. Zo'n stap zou een eind maken aan het verwijt dat de Fed tot dusverre te laat en te weinig heeft verkrapt.

Als gevolg van Whitewater hebben ook Clintons plannen voor hervorming van de gezondheidszorg in hun huidige vorm waarschijnlijk weinig kans van slagen meer. Dat zal veel van de bezorgdheid wegnemen die er nu nog heerst omtrent de hoge kosten van de plannen en hun inflatoire gevolgen. Aldus kan Whitewater er ook toe leiden dat de opwaartse druk op de lange rente afneemt waardoor een afvlakking van de yieldcurve, het doel van de Fed, gemakkelijker is te realiseren. Pas dan kan men echt spreken van verkrapping, waar de Fed tot dusverre niet meer dan een eerste aanzet toe heeft gegeven.

## Bodemvorming van de consensus

Met enige regelmaat worden economen van vooraanstaande banken en effectenhuizen, verspreid over de wereld, gevraagd naar hun voorspellingen van een groot aantal variabelen zoals de te verwachten economische groei, inflatie, rente-ontwikkeling en wisselkoersen voor verschillende landen. Het gemiddelde van de voorspellingen wordt aangeduid met 'de consensus'. Een van de instellingen die maandelijks een consensusmeting verricht, is het in Londen gevestigde Consensus Economics Inc.

Uit de meest recente consensusmeting van deze instelling blijkt dat, na een jaar waarin economen hun verwachtingen voor de economische groei voortdurend naar beneden bijstelden, nu het omgekeerde plaatsvindt. Voor de VS hebben economen hun groeiramingen sinds december jongstleden flink verhoogd en ook in Europa kunnen we hier en daar de eerste voorzichtige opwaartse bijstelling verwelkomen. Ook voor Japan lijkt een einde te zijn gekomen aan de reeks van neerwaartse bijstellingen van de groeiramingen. Kortom, 'de consensus' is bezig aan een proces van bodemvorming.

**Tabel 1. Consensusvoorspellingen procentuele groei bbp in 1994**

Voorspelling zoals gemeten in:	Voorspelling zoals gemeten in:				
	jan 1993	jun 1993	dec 1993	feb 1994	mar 1994
Ver. Staten	3,1	3,0	2,9	3,3	3,6
Japan	3,6	3,0	0,6	0,2	0,3
Ver. Koninkrijk	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6
Frankrijk	2,5	1,5	0,9	1,0	1,2
Duitsland	1,8	1,0	0,4	0,5	0,5
Nederland	2,1	1,5	1,2	1,0	1,0

Bron: Consensus Economics Inc., Consensus Forecasts.

Voor de financiële markten is aldus een nieuwe situatie ontstaan. De tijd waarin tegenvaller op tegenvaller zich aandiente, lijkt voorbij. De 'consensus' wordt beetje bij beetje positiever. En dat weer vormde in het verleden veelal een betrouwbare aanwijzing dat het economisch herstel daadwerkelijk is begonnen.

### De dollar

Behalve de obligatiemarkt vraagt ook de dollar, een van de vijf door Greenspan genoemde indicatoren, om een hardere hand van de Fed. Immers, zolang de yieldcurve niet vlakker wordt is er nog steeds sprake van een expansief monetair beleid in de VS. Daarbij hoort ook een zwakke dollar. Wanneer binnenkort de Fed serieus gaat verkrappen zal de dollar derhal-

ve aan kracht kunnen winnen. Kortom, 'Whitewatergate' zou wat de Fed betreft wel eens een geluk bij een ongeluk kunnen zijn.

### 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.