

Harde of zachte landing?

Met stijgend ongeduld wacht de financiële wereld op de groeivertraging in de VS die de Federal Reserve sinds februari nastreeft, maar waarvan na zes renteverhogingen nog steeds weinig is te merken. Toen de Fed begon te verkrappen, leidde dat tot een scherpe, wereldwijde rentestijging die voor flinke opschudding onder beleggers zorgde. Na de eerste renteverhoging in februari werd de Fed nog beschuldigd van overdreven voorzichtigheid of zelfs van 'overkill'. Nu vreest men juist dat de verkrappende maatregelen onvoldoende zijn om, na een periode van hoge groei, een 'harde landing' te voorkomen.

Toch is er allerminst reden voor wanhoop, gezien de ervaring dat het minstens zes maanden duurt voordat het effect van een monetaire koerswijziging zichtbaar begint te worden in de economische cijfers. Bij nadere beschouwing blijkt zelfs dat de rentegevoelige sectoren deze keer juist bijzonder snel hebben gereageerd op de monetaire verkrapping en dat de groei in toenemende mate wordt gedragen door laatcyclische sectoren als investeringen in machines en voorraden. Dat bewijst dat de Fed wel degelijk reeds succes heeft geboekt met haar pogingen om de al te

uitbundige groei geleidelijk af te remmen en een zachte landing te bewerkstelligen. Maar aan elke landing, hard of zacht, zijn extra risico's verbonden. Vandaar dat beleggers er goed aan doen om hun veiligheidsriemen in de komende maanden nog eens stevig aan te halen.

Harde en zachte landingen

Volgens de *Bank Credit Analyst* (BCA) van november 1994 plegen economische expansies niet van ouderdom te sterven. Onvermijdelijk nadert het moment van volledige bezetting en toenemende inflatie, waarna de expansie wordt 'gewurgd' met een monetaire verkrapping, gevolgd door een harde landing in de vorm van een recessie. Een uitzondering op die regel was de zachte landing van 1985, maar die was uitsluitend te danken aan de deflatoire invloed van een sterk overgewaardeerde dollar. Meestal echter loopt de groei uit de hand doordat de Fed te laat en te voorzichtig is met verkrappen. Dat dreigt ook nu weer te gebeuren, aldus de BCA, die hiermee wel ongeveer de huidige consensus vertegenwoordigt.

Zachte landingen zijn echter minder zeldzaam dan hier door de BCA wordt gesuggereerd. Ook rond de jaarwisseling 1966-67 was er een zachte landing, mede dank zij tijdig ingrijpen van de Fed. Bovendien, als er wel sprake was van een harde landing, dan werd die meestal voorafgegaan door een exogene schok, zoals de oliecrises in 1973 en 1980 of de Golf-crisis in 1990. Zonder zulke schokken was het aantal geslaagde zachte landingen wellicht nog groter geweest. Het is dan ook wat voorbarig om er bij voorbaat van uit te gaan dat de Fed ook nu weer te laat en te voorzichtig was met verkrapping.

Overigens is lang niet iedereen altijd blij met een zachte landing. Wel de 'echte' wereld van bedrijfsleven, werknemers en overheid, die een gezonde afkeer van recessies hebben. Maar op de financiële markten blijft het meestal kwakkelen wanneer na de pauze de groei weer aantrekt. Vaak is de inflatie niet voldoende gedaald om een flinke rentedaling mogelijk te maken. De 'pauze that refreshes'

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.

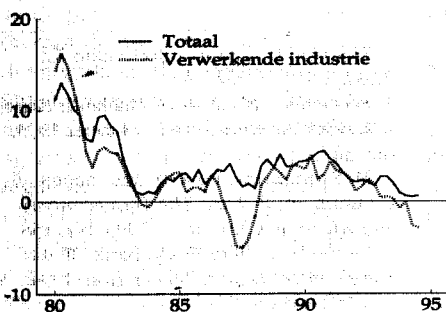
blijkt in de praktijk meestal veel minder verfrissend dan de financiële markten hadden gedacht. Dat geldt niet alleen voor de obligatiemarkt, die bijna per definitie een flinke recessie prefereert, maar ook voor de aandelenbeurs waar de crash van 1987, na de zachte landing van 1985, nog vers in het geheugen ligt. Evenmin viel er veel plezier te beleven voor aandeel- en obligatiehouders in de drie jaren na de pauze van 1966/67.

Deze keer echter zijn de vooruitzichten op een werkelijk verfrissende pauze beter dan ooit. Immers, de inflatie is ondanks lage werkloosheid en hoge bezettingsgraad nog steeds onder controle, met name dank zij de dalende trend van de loonkosten per eenheid produkt. Als nu een economische pauze en met name een voorraadcorrectie ook nog een eind zou maken aan de recente prijsstijging van enkele belangrijke grondstoffen, dan lijkt niets een flinke daling van de lange rente in de weg te staan.

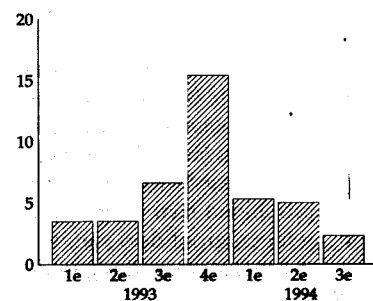
De verfrissende pauze van 1995

Voorwaarde voor een zachte landing in 1995 is een bbp-groei van minder dan 2,5%, zodat de produktie gelijke tred houdt met de groei van de produktiecapaciteit. Alleen dan kunnen oververhitting, inflatie en een recessie worden vermeden. Gezien de bbp-groei van 3,9% in het derde

Figuur 1. Jaarlijkse groei van de loonkosten per eenheid produkt, verwerkende industrie en totaal, %



Figuur 2. Groei van de rentegevoelige bestedingen in het bbp t.o.v. het vorige kwartaal, op jaarbasis, in %



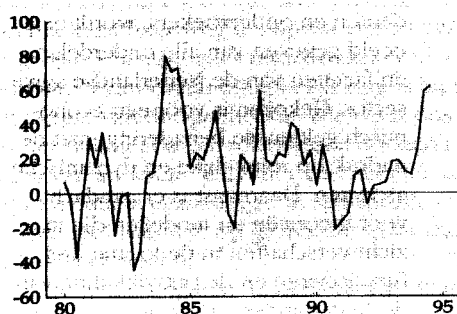
kwartaal, lijkt nog niet voldaan aan deze voorwaarde. Vandaar dat de consensus nog steeds de voorkeur geeft aan het 'boom-bust'-scenario van verdere rentestijging in 1995/96 met een recessie als onvermijdelijk einde. Nadere beschouwing leert echter dat de monetaire verkrapping waarmee de Fed een jaar geleden begon, wel degelijk resultaten begint af te werpen. Met name de rentegevoelige sectoren, dus precies waar men dat ook zou verwachten, vertonen duidelijke tekenen van vertraging.

Voorraadvorming

Het spiegelbeeld van deze vertraging bij de rentegevoelige sectoren vinden we terug in de scherpe groei van de voorraden in het tweede en derde kwartaal. Deze voorraadstijging was de grootste sinds 1984 en een voorraadcorrectie in 1995, net als in 1985, is dan ook verre van denkbeeldig.

In commentaren wordt meestal benadrukt dat, gezien de krachtige afzetgroei, de recente voorraadvorming vrijwillig was zodat er voorlopig nog geen sprake zal zijn van een voorraadcorrectie. Dit traditionele argument is echter grotendeels achterhaald door het moderne 'just in time'-voorraadbeheer, waarbij elke voorraadvorming bijna per definitie vrijwillig is, gegeven de snelle en uitgebreide informatie waarover de voorraadmanager tegenwoordig beschikt. Als de voorraden sneller stijgen dan de afzet, zoals in de afgelopen twee kwartalen, dan gebeurt dat dus vrijwillig, op grond van positieve afzetprognoses. Maar wanneer vervolgens blijkt dat die prognoses te optimistisch waren – en daar is nu alle kans op, gezien de recente vertraging bij de rentegevoelige sectoren – dan worden de vrijwillig opgebouwde surplusvoorraden zonder aarzelen geliquideerd.

Figuur 3. Voorraadinvesteringen per kwartaal, op jaarbasis, mrd. \$, reëel



Hoge bezettingsgraad

Bovendien zijn het precies de producenten van duurzame, rentegevoelige goederen die thans het dichtst tegen hun maximale capaciteit aanzitten. Daar is het gevaar voor oververhitting en inflatie dus het grootst. Dat verhoogt de kans dat de huidige vertraging in de rentegevoelige sectoren inderdaad een 'verfrissende pauze' zal opleveren waarin de angst voor inflatie zal afnemen zodat de lange rente omlaag kan. Wat dat betreft kan zo'n pauze als een tweesnijdend zwaard fungeren. Want aangezien voorraden grotendeels met bankkrediet worden gefinancierd, zal een voorraadcorrectie gepaard gaan met dalende vraag naar bankkrediet. De banken kunnen dan stoppen met de liquidatie van hun obligatieportefeuille waarmee tot dusverre die kredietverlening grotendeels werd gefinancierd.

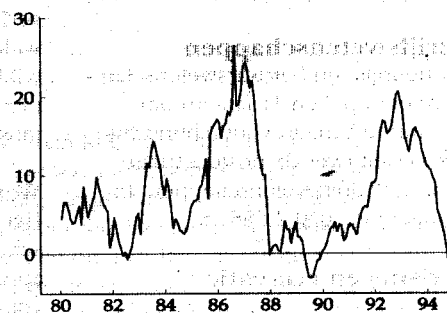
De komende pauze zal dus, behalve een vermindering van de angst voor inflatie, ook een aanzienlijke verbetering teweegbrengen in de vraag-aanbodverhoudingen op de obligatiemarkt.

Kredietverlening zonder geldcreatie

Het feit dat de banken in 1994, ten behoeve van hun kredietverlening, obligaties verkochten in plaats van depositogelden aan te trekken, betekent dat er per saldo geen geldscheping plaatsvond. Er was slechts sprake van her-allocatie van liquiditeiten, vanuit de non-banksector naar de banksector. De binnenlandse liquiditeitenmassa is dan ook sinds oktober 1993 niet meer gestegen, zoals blijkt uit de daling van de verplichte reserves die de banken renteloos bij de Federal Reserve moeten aanhouden en die de basis vormen voor nieuwe liquiditeitscreatie.

Behalve deze verplichte reserves wijst ook de geringe geldgroei van zowel M1, M2 als M3 op een uitgesproken restrictieve opstelling van de Fed sinds eind 1993. Maar omdat de geldgroei, ook volgens de Fed, momenteel geen betrouwbare maatstaf is voor het monetaire beleid, wordt tegenwoordig veel aandacht besteed aan de yieldcurve die

Figuur 4. Bankreserves, % groei per jaar



met haar positieve helling nog steeds een overwegend ruim beleid lijkt te weerspiegelen.

Ook yieldcurve geeft vertekend beeld

Maar ook de yieldcurve, die het verschil weergeeft tussen de lange en de korte rente, geeft momenteel een vertekend beeld van de monetaire situatie. Immers, naarmate de Fed verkrapt, verkochten de banken hun obligatieportefeuille zodat de lange rente aanvankelijk nog meer steeg dan de korte rente: hoe krappere de Fed, des te steiler de yieldcurve. Pas de laatste, zesde renteverhoging resulteerde in een duidelijke afvlakking van de yieldcurve.

Conclusies

De wijdverbreide overtuiging dat de Fed dit jaar te laat en te voorzichtig is geweest met monetaire verkrapping, is onjuist. In werkelijkheid was het monetaire beleid veel restrictiever dan gesuggereerd wordt door de yieldcurve en de krachtige groei van het bankkrediet. Ook de indruk dat de renteverhogingen tot dusverre nauwelijks effect hebben gehad berust op een misverstand, gezien de duidelijke groeivertraging bij de rentegevoelige sectoren. De Fed lijkt dan ook te slagen in haar opzet om de bbp-groei in 1995 tot maximaal 2,5% te verminderen, terwijl de huidige consensusverwachting nog rond de 3,5% ligt.

Dat verschil is op het eerste gezicht wellicht niet zo spectaculair, maar het is wel precies het verschil tussen een daling van de lange rente en een verdere stijging, tussen een zachte en een harde landing.

Piet Henseler