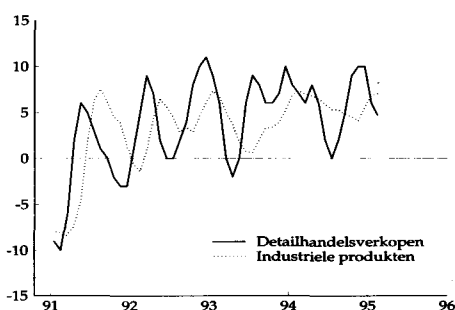


De dollarcrash en de koersen in Wall Street

Het gaat goed met de zachte landing van de economie waartoe de Federal Reserve nu ruim een jaar geleden de eerste aanzet gaf. De Fed wil de groei geleidelijk terugbrengen tot een meer duurzaam tempo van maximaal 2,5%, zonder een recessie te veroorzaken. Aanvankelijk hadden de meeste beleggers niet veel fiducia in zo'n zachte landing, vooral toen bleek dat de groei in de loop van 1994 eerder toe- dan afnam. Maar nu de economie steeds meer afkoelingsverschijnselen begint te vertonen, lijkt ook Wall Street overtuigd van een zachte landing. Immers, cyclische aandelen, die het vooral moeten hebben van krachtige groei tijdens de economische expansie, zijn de laatste tijd uit de gratie. Daarentegen zijn typische groeiaandelen als Coca Cola, Disney en McDonalds, die beter bestand zijn tegen een groeivertraging, weer helemaal terug van weggeweest. Obligaties en financiële waarden zijn, na het rampjaar 1994, in herstel en de Dow Jones bereikte onlangs nieuwe toppen. Het lijkt haast te mooi om waar te zijn en menige belegger zal zich dan ook wel angstig afvragen of de dollar geen roet in het eten zal gooien.

Figuur 1. Industriële productie en detailhandelsverkoop, volumegroei in procenten, 3 mnd/3 mnd, op jaarbasis



Symmetrisch monetair beleid

Het is de ironie van de dollarcrash dat deze niet alleen een bedreiging maar tevens een uitvloeisel is van het zachte-landingscenario. Het was immers Fed-voorzitter Greenspan die op 22 februari in de Senaat verklaarde dat preventief monetair beleid niet slechts betekent dat de Fed al begint te verkrapen voordat er sprake is van oplopende inflatie. Omgekeerd kan er, bij voldoende anti-inflatoire krachten, ook een moment komen waarop we, ondanks ongunstige inflatiecijfers, stoppen met verdere verkraping of zelfs beginnen te verruimen, aldus Greenspan. Met andere woorden, de Fed streeft naar een symmetrisch monetair beleid, gericht op preventie van zowel inflatie als recessie.

De valutamarkt echter lette vooral op de laatste woorden van Greenspan en concludeerde dat de Fed binnenkort zal gaan verruimen, en dat het met een renteverlaging al in het verschiet maar beter is om de dollar te verkopen. Die conclusie was iets te voorbarig, aangezien Greenspan er vermoedelijk slechts op uit was om de politici gerust te stellen met de suggestie dat volgend jaar de rente wellicht kan worden verlaagd, ook zonder dat er sprake is van een recessie. Dat zou goed uitkomen, met het oog op de presidentsverkiezingen en de eventuele herbenoeming van Greenspan in 1996.

Maar voorlopig is het nog niet zover. De economie bezit nog voldoende kracht om een nieuwe renteverhoging te rechtvaardigen, aldus Greenspan begin maart. Maar die opmerking leek meer ingegeven door de val van de dollar dan door de kracht van de economie.

Productievertraging op komst

Intussen worden de afkoelingsverschijnselen steeds talrijker. Weliswaar is er aan de produktiekant nog weinig te merken van een afzwakking, maar de ervaring leert dat een vertraging in de groei van de detailhandelsverkoop spoedig gevolgd wordt door afnemende groei van de industriële productie.

De minicyclus, de kortegolfbeweging met een lengte van circa tien maanden die zo

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.

kenmerkend is voor de groei sinds 1990, blijkt nog steeds te functioneren¹. De huidige vertraging, de vijfde sinds 1990, betekent een voortzetting van deze minicyclus en is dan ook zeker niet uitsluitend het werk van de Fed. Maar wel zal door toedoen van de Fed de vertraging deze keer aanzienlijk sterker uitvallen dan in vorige jaren. De rentegevoelige sectoren vormen nu immers een extra rem op de bbp-groei, die in de eerste helft van 1995 hooguit 2% zal bedragen en dat is aanzienlijk zwakker dan de huidige consensus.

De tijden zijn veranderd

Een dergelijke vertraging lijkt op het eerste gezicht voldoende aanleiding om te stoppen met verdere verkraping. Tegenover ongunstig inflatienieuws dat wellicht nog in de pijp zit, staat immers een zeer belangrijke onderliggende anti-inflatoire tegenkracht in de vorm van een structurele produktiviteitsverbetering, waarover later meer. De Fed heeft het echter niet alleen voor het zeggen. Tegenwoordig heeft de markt meestal het laatste woord en het lijkt dan ook bepaald niet ondenkbaar dat bij voorbeeld de huidige dollarzwakte de Fed zal nopen tot verdere renteverhoging, ondanks de traditionele houding van 'benign neglect' ten opzichte van de dollar.

Amerikanen plegen pas maatregelen te nemen als de zwakte van de dollar zich begint te vertalen in lage koersen van aandelen en obligaties. Maar dan is het te laat, aangezien een renteverhoging niet bepaald het juiste medicijn is tegen instortingsgevaar op de financiële markten.

De tijden zijn echter veranderd, ook in de VS. Zowel de Fed als de regering lijken het primaat van de markt te erkennen. Greenspan zal daarom waarschijnlijk reeds in maart

1. P.J. Henseler, Een ultra-korte golf in de VS, ESB, 3 november 1993, blz. 1016-1018.

nog een keer de korte rente verhogen, niet om de groei af te remmen maar om een stijging van de lange rente te verhinderen.

Recessiegevaar

Het risico dat een nieuwe renteverhoging de genadeslag zal betekenen voor een reeds vertragende expansie is beperkt. Immers, in de tweede helft van het jaar kan de groei in de VS weer aantrekken, vooral dank zij krachtige groei van niet-rentegevoelige investeringen. Blijkens een recente enquête is de verwerkende industrie namelijk van plan om dit jaar flink te gaan investeren in capaciteitsuitbreiding. Nog een verhoging van de korte rente zal nauwelijks afbreuk doen aan deze 'brick-and-mortar'-investeringen die voornamelijk gedaan worden op grond van hoge bezettingsgraad en gunstige winstontwikkeling. Het gaat hier vooral om kapitaalgoederen met een lange levensduur die doorgaans met lang kapitaal gefinancierd worden. Voor zover de rente hierbij überhaupt een rol speelt betreft dat dus vooral de lange rente. Ten einde overkill te vermijden zal de Fed daarom liever nog een keer de korte rente verhogen dan het risico lopen van verdere dollarzwakte en een stijging van de lange rente.

Crash of correctie?

Zoals hiervoor reeds werd opgemerkt lijkt Wall Street nu te rekenen op een zachte landing. De ervaring leert echter dat de financiële markten zelden veel baat hadden bij een zachte landing van de economie. De 'verfrissende pauze', waar Wall Street zich op pleegt te verheugen, blijkt achteraf meestal minder verfrissend dan gehoopt. Denk maar aan de crash van 1987 na de zachte landing van 1986,

of de bear market van 1968/1970 na de pauze van 1966/67. Het voornaamste probleem in die gevallen was dat de inflatie te hoog bleef zodat de rente na de pauze alweer snel omhoog ging.

De veronderstelling dat het deze keer anders zal zijn, is levensgevaarlijk en heeft al menig belegger de das omgedaan. Men moet dus gegronde redenen hebben om vol te houden dat Wall Street momenteel niet bezig is aan een 'suckers' rally, de gebruikelijke valkuil voor sukkel die pas gaan beleggen wanneer de bear market al voor de deur staat.

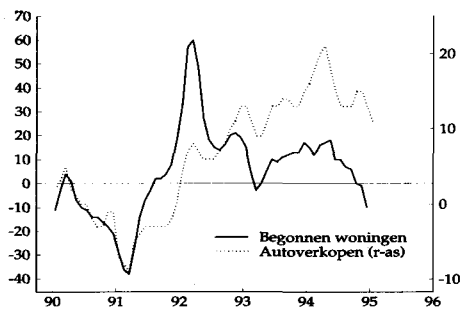
Structurele daling van de inflatie

Anders is inderdaad de lage inflatie, waardoor de komende pauze deze keer ook voor beleggers een verfrissende affaire kan worden. Anders is met name de opmerkelijke produktiviteitsverbetering sinds 1991, waardoor de loonkosten per eenheid produkt, die uiteindelijk bepalend zijn voor ruim driekwart van de totale inflatie, nauwelijks stegen.

Opmerkelijk is vooral dat die produktiviteitsverbetering tot stand kwam tijdens een expansie die, met uitzondering van 1994, opviel door trage groei. Deze snelle produktiviteitsgroei heeft derhalve een structureel karakter en zal dan ook nauwelijks teruglopen tijdens de komende produktievertraging, zodat de onderliggende inflatie deze keer kan blijven dalen. Daarmee is voldaan aan een belangrijke voorwaarde voor een opleving van de oude 'bull market' in Wall Street.

Een ander opmerkelijk aspect van de komende groeipauze is dat deze, na de krachtige groei in 1994, eerder lijkt te arriveren dan aanvankelijk verwacht, namelijk in het begin van 1995 in plaats van in de tweede helft. Daardoor is het niet ondenkbaar dat de bijbehorende mid-cyclecorrectie waarmee Wall Street op zo'n pauze pleegt te anticiperen, reeds grotendeels tot het verleden behoort. Een correctie in 1995 zou daarom wel eens minder ingrijpend kunnen uitvallen dan nu door veel beleggers wordt gevreesd. Tegenover lagere winsten als gevolg van de groeipauze staan im-

Figuur 2. Vertraging in de rentegevoelige sectoren 'nieuwbouwwoningen' en 'autoverkopen' (% yoy)



mers meevallers dank zij de lagere dollarkoers.

Het gelatinepuddingeffect

In schrille tegenstelling tot het zachte-landingscenario in Wall street staat de harde landing van de dollar. Wat is er mis met de munt van een land waar de economie zich zo gunstig ontwikkelt? Weliswaar zijn de tekorten op de lopende rekening en van de overheid ook in de VS nog te groot, maar er is ook op dit punt sprake van een duidelijke verbetering. Bovendien, een sleutelvaluta als de dollar zou niet kunnen bestaan zonder tekorten. Zonder tekorten in de VS immers geen buitenlandse overschotten, die noodzakelijk zijn voor de opbouw van internationale deviezenreserves ter financiering van de snel groeiende wereldhandel. De huidige dollar-crisis is dan ook eerder de nasleep van te grote tekorten in het verleden dan het gevolg van de huidige fundamentals in de VS die juist aan het verbeteren zijn. De straf komt blijkbaar ook hier na de zonde.

Het is met de valutamarkt als met de Nederlandse dijken in tijden van hoog water. Het gevaarlijkste moment komt pas nadat de hoogste waterstand voorbij is, en het doorweekte dijklichaam als een mislukte gelatinepudding in elkaar dreigt te zakken.

Piet Henseler

Figuur 3. Structurele daling van de inflatie (% yoy) in de VS

