

Terreur in de VS: de economische gevolgen

Op dinsdag 11 september 2001 werden de Verenigde Staten van Amerika getroffen door een serie terroristische aanslagen die hun weerga in de geschiedenis niet kennen. Na de eerste schok rijst de vraag wat uiteindelijk de gevolgen, zowel politiek als economisch, van deze aanslagen zullen zijn. In dit Themabericht wordt met name nader ingegaan op de financieel-economische gevolgen. Het moge duidelijk zijn dat de hier vervatte opinie een eerste reactie betreft. De vooruitzichten voor de wereldeconomie en de financiële markten zullen de komende tijd met nog grotere onzekerheden dan gebruikelijk zijn omgeven.

Eerste reactie

Aanvankelijk was sprake van een tamelijk heftige reactie op de financiële markten, waarbij de koersen op de aandelenbeurzen fors daalden, en de obligatiekoersen en de goud- en olieprijsen opliepen. De dollar moest enig terrein prijsgeven ten opzichte van de euro en vooral de Zwitserse frank. In de VS was sprake van enig hamstergedrag, al lijkt daar geen reden toe te bestaan. Er is immers geen acute dreiging van een volledige oorlog op het grondgebied van de VS. De economische structuren van het land staan nog recht overeind en het overgrote deel van de VS draait gewoon door. Het mag dan ook worden verwacht dat het economisch leven spoedig weer op gang zal komen en dat het hamstergedrag snel zal verdwijnen. De te verwachten bewegingen op de financiële markten worden verderop in dit Themabericht besproken.

Gevolgen voor de conjunctuur

De afgelopen maanden werd bij voortduring de vraag gesteld of de internationale conjunctuur reeds dit najaar de eerste tekenen van een opleving zou laten aantekenen, of dat 2002 het jaar van het conjunctuurherstel zou worden. De vraag die nu rijst is of de aanslagen in de VS de wereldeconomie nu alsnog over de rand van de recessie zullen duwen. Gevreesd moet worden dat dit inderdaad het geval zal zijn, al moet hierbij meteen worden aangetekend dat er op het eerste gezicht geen reden is om te vrezen voor een diepe en/of langdurige recessie.

Toch zullen de eerste reacties negatief zijn. De directe schade is hierbij niet het grootste probleem. Deze loopt weliswaar in de tientallen miljarden dollars, doch gerelateerd aan het Amerikaanse BBP valt de omvang van de directe schade in het niet. Ook de negatieve gevolgen van het feit dat Manhattan, het financiële hart van de VS, voor enige tijd ontregeld is, zullen waarschijnlijk relatief snel worden opgevangen door back-up procedures. Zo is het internationale betalingsverkeer met de VS, ondanks de enorme schade ten gevolge van de aanslagen, sindsdien vrijwel ongestoord afgewikkeld. De directe schade zal waarschijnlijk leiden tot een kortstondige dip in de economische groei, vergelijkbaar met de gevolgen van een zware aardbeving.

De echte economische risico's zijn gelegen in de gevolgen die de aanslagen zullen hebben op het vertrouwensklimaat. Deze gevolgen zullen zonder twijfel negatief zijn, al valt de omvang op voorhand zeer moeilijk in te schatten. Berichten dat vliegmaatschappijen tienduizenden werknemers zullen ontslaan, gaan zonder twijfel hun weerslag hebben op het consumentenvertrouwen. Ook het algehele gevoel van onveiligheid is slecht voor het vertrouwensklimaat. Voor zover dit neerslaat in het uitstellen van uitgaven vertaalt dit zich in een olopemde spaarquote en een zwakkere ontwikkeling van de consumptieve bestedingen. Ook het producentenvertrouwen zal een stevige tik krijgen, al was het alleen maar doordat bepaalde bedrijfstakken in sterke mate negatieve gevolgen van de aanslagen zullen ondervinden. Gedacht kan worden aan vliegvelden, verzekeraars en vooral luchtvaart maatschappijen. Van de laatste groep kunnen sommigen naar het zich laat aanzien serieus in de problemen komen. Door dit alles zal de Amerikaanse laagconjunctuur zich langer uitstreken dan eerder voorzien, hetgeen ook in Europa zal doorwerken.

De hamvraag is natuurlijk hoe lang deze effecten zullen beklijven. Als er geen vervolgaanslagen plaatsvinden en als de reactie van de VS niet tot een verdere escalatie leidt, kan het best zo zijn dat het vertrouwensherstel snel inzet. Hier valt bijvoorbeeld

tot op zekere hoogte een parallel met de Golfoorlog te trekken. Het begin van de Geallieerde aanval op Irak werkte indertijd direct door in een forse opleving van het vertrouwen van zowel consumenten als producenten. Een verschil met de Golfoorlog is echter wel dat, anders bij alle eerdere oorlogen van de afgelopen decennia, de VS recht in het hart, op hun eigen grondgebied zijn getroffen. De aanslagen dreunen wellicht langer na dan eerdere conflicten.

Ook is de kans aanwezig, dat nog meer aanslagen zullen plaatsvinden of dat de Amerikaanse reactie nieuwe terreur uitlokt. Alleen al de vrees voor nieuwe aanslagen zal negatieve gevolgen hebben voor het vertrouwensklimaat en bestedings- en investeringspatronen.

Toch past het niet om al te pessimistisch te zijn over de mondiale economische vooruitzichten. De fundamenteën van de Amerikaanse economie zijn niet wezenlijk aangetast door de aanslagen, al zullen deze wel degelijk hun sporen in met name de overheidsfinanciën en de arbeidsmarkt trekken. Vrijwel alle argumenten die tot voor kort werden aangevoerd ter onderbouwing van een te verwachten groeierstel begin 2002 doen in het algemeen nog steeds opgeld. Dit geldt niet alleen voor de VS, maar ook voor Europa en meer in het bijzonder Nederland. De aanslagen zullen het economisch herstel wellicht wat vertragen, maar uiteindelijk niet frustreren. Deze voorspelling is mede gebaseerd op onze verwachtingen omtrent de reacties van de economische beleidsmakers.

Beleidsreacties

De eerste reacties van de beleidsmakers waren zonder

meer hoopvol. Zowel de Fed, de Bank of Japan als de ECB hebben ogenblikkelijk omvangrijke hoeveelheden liquiditeiten in het financiële stelsel gepompt. Op deze manier wisten zij de interbancaire geldmarkt te kalmeren. In eerste instantie was de korte rente namelijk direct na de aanslagen opgelopen doordat banken uit voorzorg grotere kasreserves gingen aanhouden.

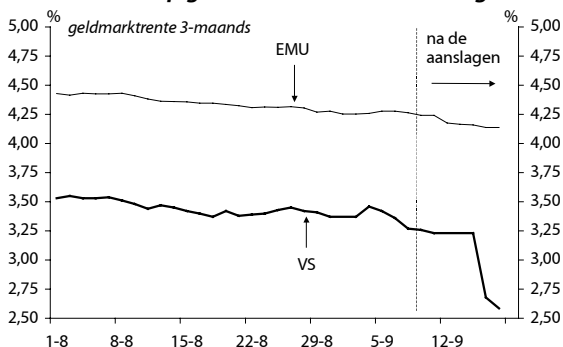
Daarbij heeft de Fed op 17 september, vlak voor de opening van de beurs op Wall Street, haar belangrijkste tarief met 50 basispunten verlaagd. Kort daarop werd de Amerikaanse centrale bank hierin gevolgd door de ECB. Het mag worden verwacht dat de centrale banken klaar staan om, zodra de conjunctuur daar aanleiding toe geeft, de korte rente verder omlaag te sturen.

Met name in de VS zullen als uitvloeisel van het gebeurde de overheidsbestedingen worden opgevoerd, zowel ten gevolge van de herstelwerkzaamheden, ondersteuning van nabestaanden als vanwege hogere uitgaven aan defensie en binnenlandse veiligheid. Dit alles zal zeker, in combinatie met de laagconjunctuur, leiden tot een verslechtering van de overheidsfinanciën. Positief is daarbij wel, dat hogere overheidsuitgaven de bestedingen ondersteunen.

Olieprijs en inflatie

De olieprijs (Brent) is na de aanslagen uiteindelijk maar licht opgelopen, van 27,6 \$/vat op maandag 10 september tot 28,5 \$/vat op vrijdag 14 september. Mocht de olieprijs verder oplopen dan zou dit kunnen leiden tot een opwaartse druk op het tempo van geldontwaarding. De verwachting lijkt echter gerechtvaardigd, dat de grote olieproducenten, zoals Mexico en Saoedi-Arabië, zullen meehelpen om de oliemarkt te kalmeren. De OPEC heeft zich al in dergelijke bewoordingen uitgelaten. Ook de verder afzwakkende conjunctuur draagt bij aan een daling van de olieprijs. Zo beschouwd is er dus geen reden om een blijvend hoge olieprijs te verwachten. Tegelijkertijd is het wel zo dat aanhoudende politieke onrust in het Midden Oosten een opwaartse druk op de olieprijs kan uitoefenen. Zeker als de Amerikaanse represailles tot negatieve reacties in het Midden Oosten zouden leiden en de politieke steun voor de VS in deze regio minder groot is dan nu

Grafiek I Verloop geldmarktrente na aanslagen



Bron: Datastream en Reuters

gehoopt, mag een blijvend hoge olieprijs worden verwacht. De hieruit resulterende hogere inflatie zou bijdragen aan hogere rentevoeten en een verdere verzwakking van de conjunctuur.

Gevolgen voor "emerging markets"

Een langdurige laagconjunctuur in de VS is slecht nieuws voor landen die zaken doen met de VS. Dit zou vooral zijn sporen nalaten in Azië, in het bijzonder bij landen als Indonesië en Maleisië, en in Latijns Amerika. Hier zou Mexico het belangrijkste slachtoffer zijn. Een hogere Amerikaanse lange rente en oplopende spreads in reactie op de vlucht naar kwaliteit is slecht nieuws voor landen met een grote buitenlandse schuld en een hoge mate van afhankelijkheid van de internationale financiële markten. Hierdoor zouden landen als Argentinië en Brazilië (opnieuw) in de problemen kunnen komen. Wel mag worden verwacht dat het IMF snel zal klaarstaan om indien nodig noodhulp te bieden. Een aanhoudend hogere olieprijs betekent goed nieuws voor olie-exporteurs in het algemeen, en voor Rusland in het bijzonder. Daar staat uiteraard tegenover dat importeurs van olie met een hogere invoer rekening worden geconfronteerd. Uit eerder onderzoek blijkt dat met name Zuid-Korea, de Filipijnen, Slowakije, Bulgarije en Oekraïne gevoelig zijn voor een hogere olieprijs. Vanzelfsprekend zal de toegenomen spanning in het Midden Oosten de perspectieven van de daar gelegen landen verder verslechteren. Het is echter de vraag of, gegeven de toch al hoge spanning in deze regio, de recente aanslagen hier tot veel meetbare extra effecten zullen leiden.

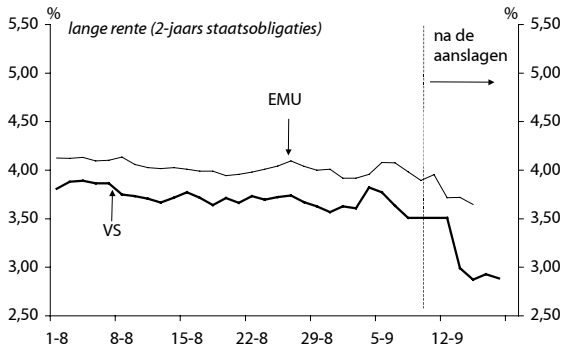
Financiële markten

De aanslagen hebben op de financiële markten tot een hevige schrikreactie geleid. In de gehele wereld lieten de aandelenbeurzen een forse daling aantekenen. Tegelijkertijd leidde de vlucht in veilig geachte beleggingen tot een stijging van de obligatiekoersen, met name in de meer kortlopende segmenten. Aanvankelijk was sprake van een stijging van de korte rente, maar deze bleek na het kordate ingrijpen van de centrale banken van korte duur. Wel was sprake van een relatief forse stijging van de goudprijs, van minder dan \$ 272 per troy ounce op 10

september tot \$ 287 op vrijdag 14 september. Zoals betoogd in de voorgaande paragrafen van dit Themabericht heeft de reeks aanslagen de economische fundamenteën van de Verenigde Staten niet wezenlijk aangetast. Toch ligt het niet voor de hand dat de gemiddelde aandelenkoersen weer snel naar hun oorspronkelijke niveau zullen terugkeren. Ten eerste zijn bepaalde bedrijven en bedrijfstakken zeer zwaar getroffen door de aanslagen, hetzij direct, hetzij indirect. Wat dit laatste betreft kan bijvoorbeeld worden gedacht aan sommige verzekeringsmaatschappijen, die geconfronteerd kunnen worden met grote schadeclaims. Ten tweede mag worden verwacht dat beleggers de komende tijd ronduit negatief zullen aankijken tegen vooral luchtvaartmaatschappijen, maar wellicht ook tegen luchthavens en/of beleggingsfondsen in onroerend goed. Zo zullen luchtvaartmaatschappijen en luchthavens fors moeten investeren in verhoging van de veiligheid en zullen dienstregelingen moeten worden aangepast. Ook mag worden verwacht dat minder zal worden gevlogen en dat dienstregelingen zullen moeten worden ingekrompen. Ofschoon er ook bedrijven zullen zijn die van de situatie zullen profiteren, zoals bouwondernemingen of producenten van militaire apparatuur, mag over het geheel toch een neerwaartse bijstelling van winstverwachtingen worden verwacht. In het algemeen kan daarom worden gesteld dat het beursklimaat de komende tijd ronduit onzeker zal zijn, met per saldo een negatief sentiment. Vrijwel alle risico's voor economie en beurs zijn op dit moment immers neerwaarts gericht.

Wat betreft de rente mag worden verwacht dat de korte rentevoeten verder zullen dalen, als gevolg van monetaire verruiming door de Fed en de ECB. De lange rente staat daarentegen onder invloed van meerdere krachten. Enerzijds leidt de vlucht vanuit aandelen naar obligaties tot een daling van de lange rente (m.n. in de kortere looptijden), waarbij vooral staatsleningen zullen profiteren. Oplopende spreads van "corporate bonds" en een groter verschil tussen de staatsleningen en de swapcurve zullen het gevolg zijn. Ook de te verwachten verdere vertraging van de conjunctuur draagt bij aan lagere lange rentes. Hier staat echter tegenover dat een verslechtering van de Amerikaanse overheidsfinanciën tot een opwaartse

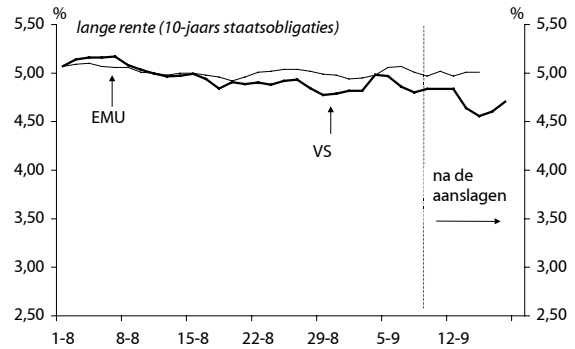
Grafiek II Middellange rente (2jrs)



bron: Datastream en Reuters

druk onder vooral de Amerikaanse lange rente kan leiden. Ook eventueel verslechterende inflatieperspectieven (vanwege de olieprijs) en een door beleggers geëiste hogere risicopremie bij de langere looptijden (in reactie op de in het algemeen toegenomen onzekerheid) dragen bij tot opwaartse druk bij de lange rente. Uiteindelijk mag per saldo een constante tot licht hogere lange rente worden verwacht. Gegeven de voorziene lagere korte rente, betekent dit dus een te verwachten steilere yieldcurve. Ook de dollar zal de gevolgen van de aanslagen ondervinden. De Amerikaanse munt werd ten opzichte van de euro door velen toch al als overgewaardeerd beschouwd. Het Amerikaanse tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans zou vroeger of later toch al tot een neerwaartse correctie van de Amerikaanse munt moeten leiden. De aanslagen vormen daarbij ook een forse aantasting van de "safe haven" status van de Amerikaanse munt. Het gevolg kan zijn dat een uitstroom van beleggingskapitaal vanuit de VS richting de EMU of Japan (repatriëring van Japans kapitaal) kan optreden, of op zijn minst dat de instroom van buitenlands kapitaal zal stagneren. Dit zou kunnen betekenen dat de dollar in waarde gaat dalen, hetgeen overigens vanuit mondiaal economisch perspectief een goede zaak zou zijn. Een verbetering van de Amerikaanse concurrentiepositie is goed voor de Amerikaanse conjunctuur en daarmee voor de motor van de wereldeconomie. Weliswaar is een lagere dollar op de korte termijn slecht voor de concurrentiepositie van euroland, maar daar staat tegenover dat een resulterende lagere inflatie en daarmee lagere rentes de binnenlandse conjunctuur zouden ondersteunen.

Grafiek III Lange rente (10jrs)



bron: Datastream en Reuters

Tot besluit

De aanslagen op de VS zullen zonder twijfel een negatieve uitwerking hebben op het internationale economische en financiële klimaat. In het voorgaande is evenwel betoogd dat deze effecten weliswaar aanzienlijk, maar niet dramatisch hoeven te zijn. Het verwachte groeiherstel zal wel langer op zich laten wachten. Daarbij zal sprake zijn van een aanmerkelijk grotere onzekerheid op de financiële markten, waarbij de risico's in het algemeen neerwaarts gericht zijn. Wat betreft de rente ligt een steilere yieldcurve voor de hand, met name door een daling van de korte rente en een wat hogere lange rente, vooral in de VS. De dollar zal wat van zijn glans verliezen en naar verwachting in waarde dalen t.o.v. de euro. Bij dit alles dient te worden aangetekend, dat het enige tijd zal duren voordat goed zicht ontstaat op de richting die de economie en de financiële markten na de aanslagen hebben ingeslagen. Deze onduidelijkheid is op zichzelf al een negatieve factor voor het beleggingsklimaat. Een grotere volatiliteit van markten, met bij tijd en wijle heftige uitslagen, kan het gevolg zijn. Andere onzekere factoren worden gevormd door de reacties die de Amerikaanse represailles zullen oproepen en de gevolgen van het gebeurde voor het algehele vertrouwensklimaat.

september 2001

Wim Boonstra¹ (030-2162629)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

¹ Dit Themabericht kwam mede tot stand op basis van een aantal interne notities van de hand van Joost van den Akker, Wim van Assenbergh, Loes Keuper en Jan Lambregts.