

Het einde van het Nieuwe Normaal

Er moet een eind komen aan het oeverloos pessimisme over de economische groei gebaseerd op de theorie van het Nieuwe Normaal denken. Onder het Nieuwe Normaal verstaan we de theorie van Reinhart en Rogoff¹ dat financiële crises langdurig de economische groei laag houden. Te hoge schulden van bedrijven en/of particulieren leiden tot bancaire crises en niet lang daarna tot onhoudbaar hoge overheidstekorten.

Naar de mening van de auteur schetst het Nieuwe Normaal een te negatief beeld voor de groei in de wereld, voorspelt zij een langdurig lage groei door forse besparingen van met name gezinnen, en ziet ze te veel druk op de westerse groei door overheidsbezuinigingen. Belangrijker nog: het Nieuwe Normaal onderschat de huidige, gunstige structurele trends, waardoor de mondiale groei in feite gedijt.

Dit artikel werkt vijf argumenten uit die aangeven dat de houdbaarheidsdatum van het 'kommer en kwel denken' van het Nieuwe Normaal sinds de kredietcrisis is verstreken. Voor hierop wordt ingegaan, behandelt de auteur de 'drivers' van groei tot nu toe, zijnde de sterke groei van de belangrijkste opkomende markten, de globaliserings- en individualiseringstrends alsmede de ICT-revolutie.

Uitzonderlijk hoge wereldwijde economische groei

Als kanttekeningen bij de theorie van het Nieuwe Normaal kun je maken dat de groei van de productie in o.a. de VS zich normaal herstelde na de recente, grote recessie. Bovendien bleef de rente na deze crisis laag in plaats van te doen gebruikelijk torenhoog. De spaarschok is al voorbij en de kredietgroei is op gang aan het komen. Verder lijkt de angst dat de overheidsschulden in de VS en het VK de groei te veel drukken, overdreven. Tevens is de angst voor lagere consumptiegroei ongegrond, mits dit opgevangen wordt door meer investeringen.

Figuur 1 laat zien dat de reële economische groei in de wereld sinds 2003 hoog was en dat het meestal

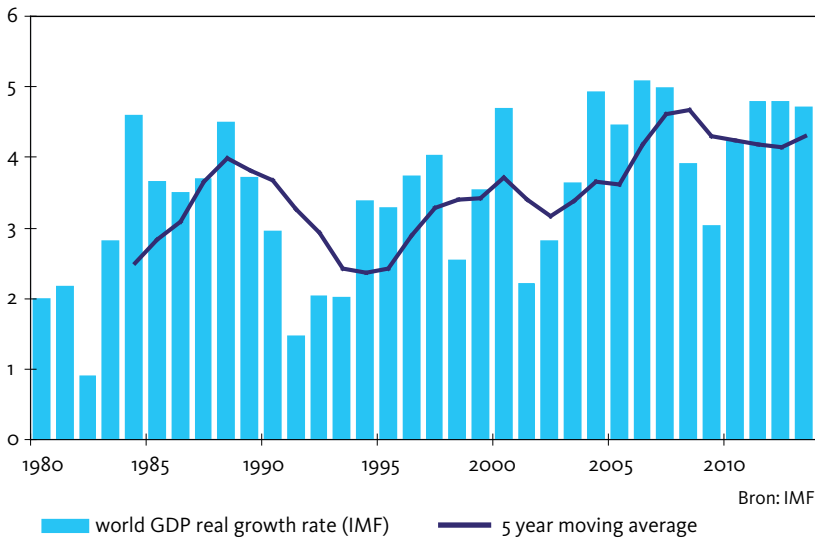


Auteur
Peter Vermeulen
(F&C Netherlands)

zo voorzichtige IMF voor de komende jaren uitzonderlijk hoge groei voorspelt. Uitgaande van IMF voorspellingen woont ongeveer 80% van de wereldbevolking in landen met een economische groei van circa 5% of meer sinds 2009. Buiten de opkomende Aziatische landen doen ook enkele westerse landen het goed zoals Australië, Canada, Duitsland en Scandinavië.

Door de snelle groei van landen als met name China en India is de groei in de wereld extreem hoog geworden. Sinds 2003 domineren opkomende landen in steeds grotere mate de groei in de wereld. Gezien het huidige en verwachte groeiverschil (groei opkomende landen naar verwachting 6% versus het Westen 2,5% en de VS 3,5%, de komende jaren), zal het gewicht van de opkomende landen

Figuur 1: Wereldwijde reële economische groei



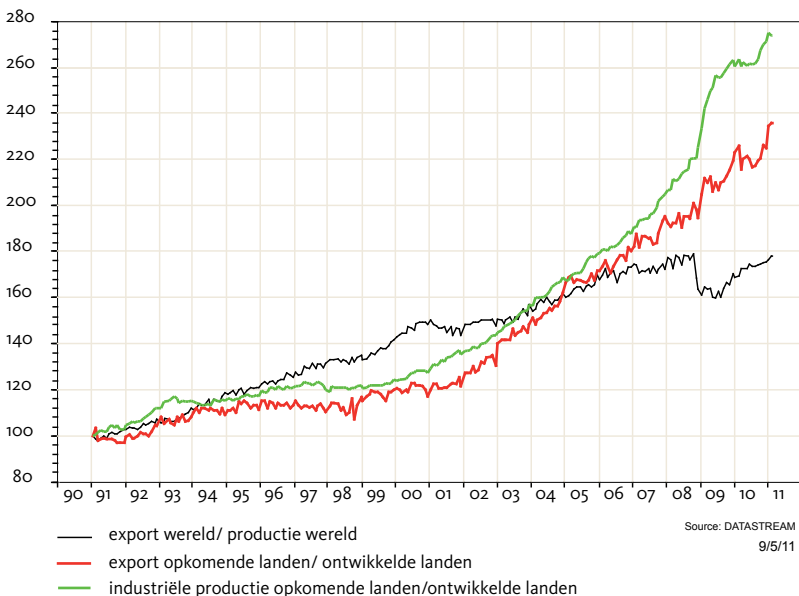
alleen maar groter worden. Er zijn weinig perioden in de wereldgeschiedenis geweest met meer dan 4% groei, dus volgens historische maatstaven is de huidige economische groei extreem hoog en niet dramatisch laag zoals het Nieuwe Normaal ons wil laten geloven.

Globalisatie en groei opkomende landen zet door: gunstig voor wereldwijde winsten

De laatste decennia groeit de wereldhandel veel sneller dan het BNP. De export groeit wereldwijd ongeveer 5 % sneller dan de industriële productie; globalisering is een sterke trend. Als export en investeringen harder groeien dan het BNP, dan groeien winsten meestal aanzienlijk sneller dan het nominale BNP. De westerse landen profiteren van de hoge groei elders en vooral ook van de hoge winstgroei van hun multinationals in het buitenland.

In figuur 2 is naast de relatief sterke groei van de export vooral te zien dat de opkomende landen sinds de Aziëcrisis en vooral 9/11 aanzienlijk sneller

Figuur 2: Effecten van globalisering



groeien dan de ontwikkelde landen. Voor 1998 was de groei in selectieve, kleinere opkomende landen (de Asian Tigers) hoog, maar gemiddeld bleef de groei achter bij de westerse landen. Na 1998 hebben opkomende landen extra sterk geprofiteerd van globalisering, ook wel aangeduid met het plat worden van de wereld².

Hoge stijging arbeidsproductiviteit als gevolg van de derde fase van de ICT revolutie

De stijging van de arbeidsproductiviteit bleef verrassend hoog in de VS sinds de kredietcrisis. Dit komt, omdat we sinds 2003 in de – gunstige – derde fase van de ICT-revolutie zijn beland waarbij ‘goedkoop’ ICT in de gehele economie wordt toegepast. De eerste en tweede fase kenmerkten zich vooral door productiviteitsstijging bij het maken van ICT-producten, maar dit leidde niet tot grote stijging van de productiviteit in de hele economie. In de derde fase waarbij voortdurende kostenbesparingen en grotere netwerken gemeengoed zijn, gebeurt dat wel³.

In de opkomende landen is de groei van de arbeidsproductiviteit zelfs extreem groot te noemen door de opkomst van de middenklasse, urbanisatie, ont-bureaucratisering en effectieve investeringen in infrastructuur. In de komende jaren zal vooral de Groene Revolutie met China als mogelijke aanjager een en ander nog verder versterken.

Kanttekeningen tegen het Nieuwe Normaal

Zoals vermeld in de inleiding zijn er vijf argumenten te noemen die lijnrecht tegen het pessimisme van het Nieuwe Normaal ingaan. Deze zijn:

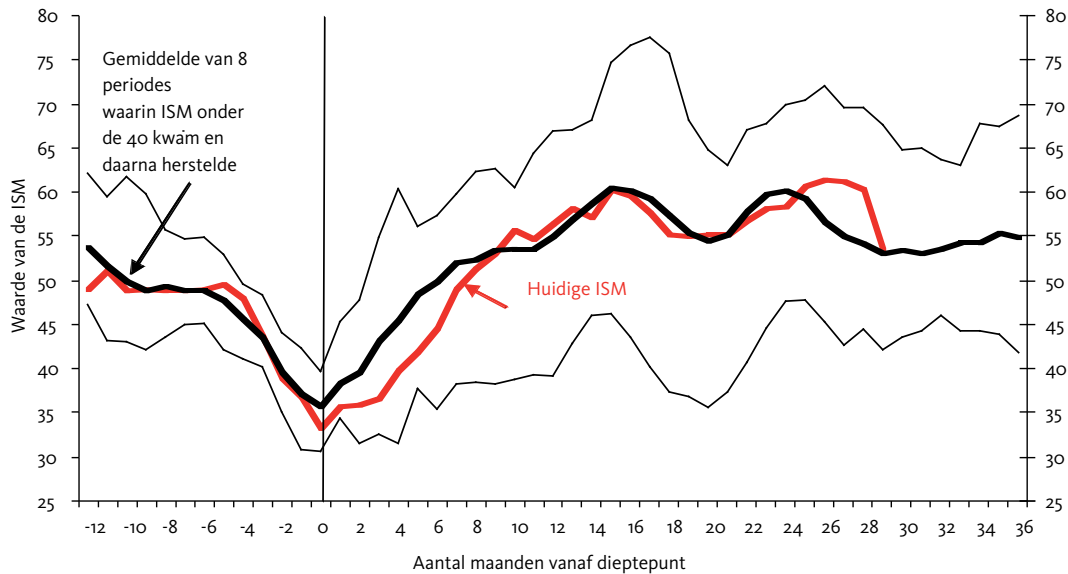
Argument 1: Verloopt het economische herstel nu zo anders? Niet in de industrie!

Wereldwijd is de groei hoog, maar men heeft nu eenmaal overdreven aandacht voor wat in de VS gebeurt. Het herstel in de VS verliep door het achterwege blijvende herstel op de vastgoedmarkt minder voorspoedig dan volgens de wet van Zarnowitz (“de kracht van het herstel na een recessie is omgekeerd evenredig met de diepte ervan”) zou moeten, maar de industrie hield zich wel aan het spoorboekje van herstel na een recessie.

Figuur 3 geeft het gemiddelde verloop van de ISM weer na de acht recessies sinds 1945. De dunne lijnen geven de extremen weer.

Argument 2: De spaarschok is al voorbij in de VS

De kredietcrisis heeft een enorme spaarschok veroorzaakt bij de consument en het bedrijfsleven in het Westen. Deze spaarschok is echter in 2011 al weer over zijn hoogtepunt heen. Dit in tegenstelling tot wat het Nieuwe Normaal denken suggereert, namelijk een excessief sparen tot minimaal 2015. Het bedrijfsleven en in mindere de consument begint weer minder te sparen.



Figuur 3:
Verloop ISM na recessies

Bron: Institute for Supply Management

Dit model van Goldman Sachs (figuur 4)⁴ voorspelt een en ander op basis van de volgende factoren: de ‘asset economy’ is weer redelijk (aandelenkoersen zijn hersteld en zullen verder stijgen o.a. door goede winststijging), krediet wordt geleidelijk minder moeilijk te verkrijgen en de rente blijft laag.

Argument 3: overheidsschuld VS kan groter zijn dan 90% van het BNP zonder dat groei fundamenteel wordt geraakt

In de studie⁵ *Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth* ‘wordt beschreven dat het groeidrukken effect van te veel schulden voor een land als de VS wel meevalt. Voor een land dat niet in zijn eigen valuta kan lenen is een overheidsschuld van 60% in ernstige mate groeiverlagend. Voor de VS dat in de eigen valuta (en niet gekoppeld aan goud) kan lenen geldt dit pas bij een aanzienlijk hogere schuld, hoger dan de 90% die Reinhart en Rogoff aangeven.

Argument 4: de innovaties van de FED worden onderschat; de rente bleef uitzonderlijk laag

De sterk terugvallende kredietverlening in de US werd beter opgevangen door nieuwe leenmogelijkheden – door de FED uitgevonden – en door overheidsgaranties dan bij voorgaande financiële crises het geval was. Het innovatieve beleid van de FED voorkwam dat we door de kredietcrisis in de liquidity trap van Keynes terecht kwamen: de Taylor rule gaf aan dat vanwege de hoge werkloosheid, deflatiegevaar en lage bezettingsgraad de korte rente negatief zou moeten zijn. Dat zou niet te tolereren zijn en de FED ging over op kwantitatief verruimen van de geldhoeveelheid.

Dit bleek uitermate succesvol, aangezien een aanval op de dollar uitbleef. De dollar is de leidende valuta in de wereld gebleven vanwege de lage inflatie, grote rijkdommen van de VS en vooral ook de hoge innovatiekracht van het Amerikaanse bedrijfsleven. Tegenover de grote schulden van de VS staan voldoende bezittingen die de kracht van de dollar handhaven.

De innovaties van de FED, mogelijk gemaakt omdat de dollar de wereldvaluta is, zijn niet beschreven in het Nieuwe Normaal denken.

De gunstige invloed van kwantitatief monetair verruimen op een moment dat de rente eigenlijk negatief zou moeten zijn, is zwaar onderschat. De rente kon door de acties van de FED uitzonderlijk laag blijven, terwijl in de door Reinhart en Rogoff beschreven crises de rente stevast door het plafond ging.

Argument 5: minder consumeren en meer investeren is goed voor groei in het Westen

Velen voorspellen een zwakke groei van de economie, omdat de consumptie zwak zal zijn door schuldenafbouw. Gevolg is dat de consumptiegroei lager zal zijn dan de inkomensgroei. Volgens de wet van Bastiat (“het geld dat voor een reparatie wordt uitgegeven kan niet voor andere zaken gebruikt worden, oftewel geld kan maar een keer worden uitgegeven”) maakt het niet uit voor economische groei of het geld uitgegeven wordt aan consumptie

Figuur 4: Flow of funds



*As measured by the Flow of Funds.

Source: Federal Reserve Board. GS Global ECS Research

dan wel aan investeringen. Een versterkende factor is dat meer ouderen zullen blijven doorwerken, hetgeen gunstig is voor de economische groei. Deze groep zal niet minder gaan consumeren, maar hun extra besparingen zal naar investeringen van het bedrijfsleven vloeien.

Heeft het Westen dan geen structurele problemen?

Is er dan toch niet voldoende voedingsbodem om te geloven in het Nieuwe Normaal? Er bestaan zeker negatieve trends die men kan aanstippen:

1. de teloorgang van de Amerikaanse middenklasse;
2. de hoge stijging van energieprijzen;
3. moeizaam banenherstel na de recente recessie;
4. vergrijzing; en
5. het kunstmatig laag houden van de eigen wisselkoers om exportvoordeel te verkrijgen in het geval van China. We zullen kort in gaan op punt 1.

In de VS zie je een grote stijging van de werkloosheid onder lageropgeleiden. De reële loongroei is laag tot negatief en toch stijgt het niveau van de natuurlijke werkloosheid. De reden hiervoor is dat in de periode na 1995 de vraag naar kenniswerkers zich heeft versneld en de vraag naar laag opgeleiden plotseling flink is afgenomen. Per saldo heeft de ICT-revolutie een sprong in *human capital* veroorzaakt, maar hiervan profiteert niet iedereen.

De werkloosheid onder de hoger opgeleiden is weer laag geworden. Daardoor is er voor de VS als geheel wel sprake van een behoorlijke inkomensgroei, maar niet voor wat vroeger de middenklasse was. Deze denivellering is al een tijd gaande. Hoge werkloosheid bij laagopgeleiden leidt doorgaands bij deze groep tot pessimisme en laag consumentenvertrouwen. Voor wat betreft hoger opgeleiden heeft de Chinese tijgermoeder⁶ een gevoelige snaar geraakt in de VS. In de internationale scholentesten doet de VS het zeer matig, veel slechter dan Oost-Azië en veel Europese landen⁷. Het aantal hoog opgeleiden groeit minder in de VS dan in de rest van de wereld⁸.

Een en ander zou voedingsbodem voor pessimisme en populisme kunnen betekenen, zelfs discriminatie en (tijdelijk) tegenhouden van vernieuwingen, echter het lijkt onvoldoende te zijn voor handhaving van het Nieuwe Normaal.

Conclusie

Het Nieuwe Normaal denken is in korte tijd opgekomen als belangrijkste theorie, waarom de mondiale economische groei in de komende jaren laag zal zijn. Er zijn te veel schulden gemaakt en het oplossen van de schuldproblematiek vergt veel tijd en kost navenant economische groei. Echter, deze wordt meer dan goed gemaakt door gunstige structurele trends, waardoor het Nieuwe Normaal denken ons op het verkeerde been tracht te zetten.

Er moet een eind komen aan het pessimisme van het Nieuwe Normaal denken. Er moet overgestapt worden naar het optimisme dat voortvloeit uit de kracht van opkomende landen, de effecten van de ICT-revolutie en geloof in de innovatieve strategieën van centrale banken als de FED.

De bezwaren tegen de Nieuwe Normaaltheorie zijn vijfvoudig: 1. de negatieve invloed op de mondiale groei vanwege de schuldenproblematiek is grotendeels voorbij. 2. De besparingen van particulieren en bedrijven kunnen omlaag, de spaarschok lijkt over. 3. de VS kan veel meer dan 90% overheidsschuld aan omdat het de wereldvaluta heeft die niet aan goud is gekoppeld. 4. De innovaties van centrale banken hebben het – negatief – normale verloop na een financiële crisis voor een belangrijk deel voorkomen. 5. De negatieve invloed van een bij de economische groei achterblijvende consumptiegroei is juist een voordeel; het zal gepaard gaan met hoge investeringsgroei. De nasleep van de kredietcrisis verhindert een sterke groei van de investeringen in het geheel niet meer.

Noten

- 1 Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009; en: *Growth in a Time of Debt*, American Economic Review Papers and Proceedings, December 31, 2009.
- 2 Thomas Friedman: *The World is Flat*, 2007, Penguin Books.
- 3 Zie ook: Gerhard ter Veer en Peter Vermeulen: *Beleggen op de golven*, 2010, Garant.
- 4 Jan Hatzius: *Do Consumers Have Enough Fuel?* (Goldman Sachs weekly US Economics Analyst van 15 april 2011).
- 5 Yeva Nersisyan en L. Randall Wray: *Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different*, by Reinhart and Rogoff, Working paper 603 Levy Institute (June 2010).
- 6 Amy Chua: *Strijdlid van de tijgermoeder*, 2011, Nieuw Amsterdam.
- 7 Zie bijvoorbeeld <http://beleggenopdegolven.blogspot.com/2010/12/slim-slimmer-singapore-shanghai.html>.
- 8 The Economist: *What's wrong with America's economy?* April 28 2011