

Het Lewis Turning Point: draagt China bij aan seculiere stagnatie?

De vertraging van de economische groei in China baart de financiële markten zorgen

Auteur
Fons Lute¹

Al enkele jaren is het duidelijk dat de sterkste groei van China achter ons ligt en dat de jaren van 10% groei niet meer zullen terugkeren. Een lange periode van industrialisatie en verstedelijking verliest momentum en daarmee is een einde gekomen aan de forse groei van de investeringen in infrastructuur en onroerend goed. Toch is het pas recent dat financiële markten zich grote zorgen maken over minder groei in China. Voor de wereldeconomie komt een groeivertraging in China niet goed uit, omdat dit het matige conjunctuurherstel verder vertraagt.

Het keerpunt van Lewis

Vanuit wetenschappelijke hoek is er al jaren discussie over het pad waarlangs de Chinese economie zich verder zal ontwikkelen. Er is veel aandacht voor wat bekend staat als ‘het keerpunt van Lewis’. Dat gaat over een Nobelprijs winnend economisch groeimodel voor ontwikkelingslanden, dat door professor Arthur W. Lewis in 1954 is beschreven. Ondanks de sterk gewijzigde economische dynamiek gelden zijn observaties nog steeds.

In essentie komt de theorie erop neer dat landen die migreren van een agrarische naar een industriële economie zeer hoge groei ervaren door een

combinatie van een hoog arbeidsaanbod en hoge marginale productiviteit per werknemer. De marginale arbeidsproductiviteit is hoog doordat de arbeidsproductiviteit in de agrarische sector laag is waardoor elke overheveling van arbeid naar de nieuwe industriële sector zich vertaalt in een hoge marginale arbeidsproductiviteit. Dat is vooral zo wanneer de lonen in de industrie nog laag zijn. Samen met flinke investeringen verklaart het de oorzaak van de hoge economische groei die wij jarenlang in China hebben gezien.

Naarmate het proces van industrialisatie vordert neemt de marginale arbeidsproductiviteit af.



De lonen stijgen sneller dan de arbeidsproductiviteit en de marginale arbeidsproductiviteit in de industrie daalt naar het lage niveau in de agrarische sector. Het keerpunt van Lewis treedt vervolgens op wanneer het surplus van werknemers in de agrarische sector uitgeput raakt. Arbeidskrachten worden schaarser, wat de lonen in de industrie sneller doet stijgen dan de arbeidsproductiviteit. Dit maakt exportgoederen duurder en remt de exportmogelijkheden. De kapitaalinvesteringen, die door vertragingseffecten nog altijd hoog zijn, zijn niet langer winstgevend. Vanaf dat moment neemt de economische groei af. Sparen loont niet meer en de tot dan toe hoge spaarquote daalt om ruimte te maken voor meer consumptie.

Veel wijst erop dat China dit stadium heeft bereikt. Ten eerste is het resterende arbeid surplus in de agrarische sector fors geslonken, na jarenlange migratie van arbeiders uit de agrarische sector op het platteland naar de industrie in en rondom steden. Ten tweede heeft China enkele jaren achter de rug waarin de reële lonen sterk zijn gestegen.

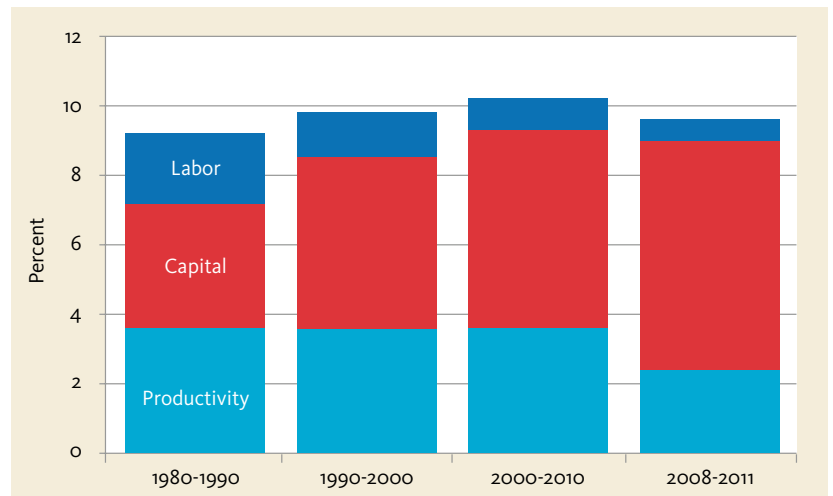
Grafiek 1 toont een decompositie van de gereali-seerde economische groei in China, verdeeld over bijdragen dankzij de inzet van kapitaal en arbeid en door productiviteitstijging. Hieruit valt duidelijk af te lezen hoe de economische groei in China vanaf 2000 voornamelijk is geschraagd door toevoeging van meer kapitaal en veel minder door grotere arbeidsmigratie. Het keerpunt van Lewis manifesteert zich in de meest recente periode: er wordt meer kapitaal toegevoegd dat minder productiviteitswinst oplevert. Zodoende leidt de marginale toevoeging van kapitaal tot negatieve kapitaal-opbrengsten, wat zichtbaar is onder andere in de Chinese onroerendgoedmarkt, in de basisindustrie en in de bankensector. Dit is kenmerkend voor het keerpunt van Lewis en het is, in het licht van ervaringen in andere landen, op lange termijn eerder positief dan negatief.

De economie van China heeft rond 2011 het Lewis Turning Point bereikt

De gewijzigde omstandigheden geven de economie een prikkel om zich aan te passen. Dat leidt tot een ander groeimodel: dat van het postindustriële tijdperk. In de overgang dalen de hoge gezinsbesparingen om ruimte te maken voor meer consumptie. De intussen bereikte hogere scholingsgraad leidt tot meer innovatie en helpt om de arbeidsproductiviteit te verhogen. De middenklasse breidt zich uit.

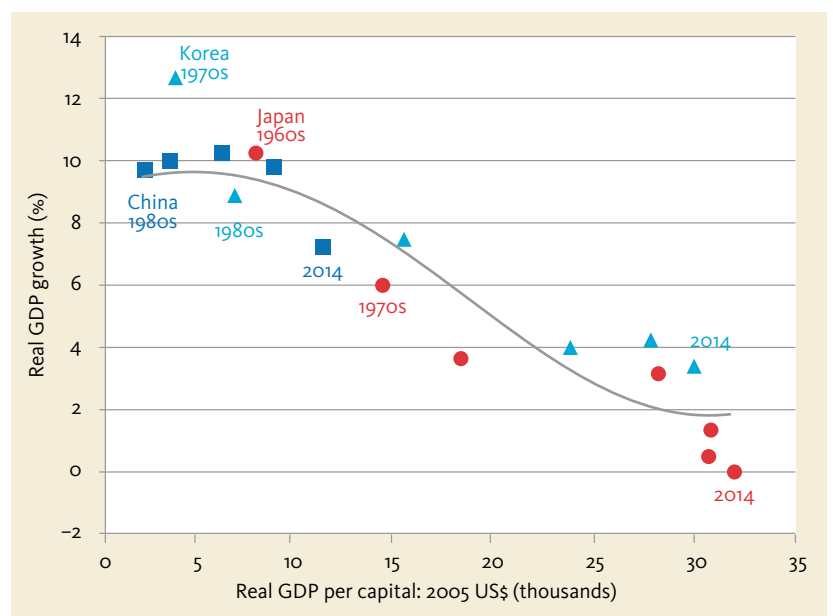
Gezien de omvang van China zal het keerpunt van Lewis een relatief lange periode in beslag nemen waarbij bepaalde regio's vooruitlopen en andere

Grafiek 1 Bronnen van de groei in China



Bron: Zheng Liu (2015)

Grafiek 2 China in de voetsporen van Japan en Zuid-Korea?



Bron: Zheng Liu (2015)

regio's veel later in het veranderingstraject geraken. De academische consensus is daarom dat er sprake zal zijn van een Lewis Turning Period in plaats van een Point (zie o.a. Cai en Zhu, 2012). Zoals grafiek 2 laat zien treedt China hiermee in de voetsporen van Japan en Korea.

De tekens in de grafiek laten de gemiddelde verhouding zien tussen BBP groei en het reële inkomen per inwoner gedurende opeenvolgende decennia. Dit is gedaan voor Japan, Korea en China; landen die na elkaar aan een groeispurt beginnen en die vervolgens in andere groeifasen terecht zijn gekomen. De vloeiende lijn geeft het geschatte verband tussen alle waargenomen punten weer. Uit deze schatting valt af te lezen dat er sprake zal zijn van een geleidelijk afnemend groeipad.

Het is belangrijk te onderkennen dat in de groeifase na het keerpunt van Lewis de sterkste toename van het BBP per inwoner plaats vindt. Dat lijkt

tegenstrijdig maar is het niet. Die fase gaat namelijk onder andere gepaard met meer innovatie en een sterke toename van het belang van de dienstensector. Daarbij wordt meer geavanceerde technologie ingezet die nodig is om de arbeidsproductiviteit een nieuwe impuls te geven. De toename daarvan faciliteert de hogere reële lonen die tot de verdere welvaartstijging leiden. Zo leidt een minder sterke toename van het arbeidsaanbod in combinatie met hogere arbeidsproductiviteit tot een hoger inkomen per inwoner, terwijl de geaggregeerde economische groei minder hoog is. Dat is het proces van economische transitie dat in grafiek 2 empirisch wordt onderbouwd.

Het dateren van het Lewis Turning Point voor China blijft overigens lastig. Cai en Zhu (2012) stellen dat China rond 2010 in deze fase terecht is gekomen. Das en N'Daiye (2013) voorspellen echter dat dit pas rond 2020 het geval zal zijn. Cai Fang (2012) wijst op de veranderingen die zich voltrekken in de omvang van de beroepsbevolking in landelijke en stedelijke gebieden. Als gevolg van de demografische samenstelling van de beroepsbevolking in stedelijke gebieden krimpt daar de beroepsbevolking. Wanneer de afname minder kan worden opgevangen door verdere migratie van agrarische arbeidskrachten zullen de lonen in stedelijke gebieden stijgen. Afgaand op de prognose van Hu (2009) is dit nu actueel – zie grafiek 3. Het is consistent met het veronderstelde optreden van het Lewis Turning Point.

De opkomst en de verdere groei van de middenklasse in China is een factor van belang voor de wereldeconomie. In het postindustriële tijdperk zal het BBP per inwoner verder stijgen van de circa \$ 9.000 nu naar zo'n \$ 25.000 rond 2030 (zie: Cai and Zhu, 2012). Ter vergelijking: in de VS ligt het rond \$ 55.000.

In het recente Global Wealth Report 2015 van Credit Suisse wordt gerapporteerd dat, gemeten naar vermogensbezit, op dit moment 102 miljoen Chinezen tot de middenklasse behoren (Credit Suisse, 2015). Daarmee is de middenklasse in

China nu al groter dan die in de Verenigde Staten, die 92 miljoen mensen telt. China is in dit opzicht veelbelovend, omdat de omvang van de middenklasse nu nog geen 10% van de bevolking omvat tegenover 30% in de VS.

Hoewel nu nog minder dan 10% van de beroepsbevolking is de middenklasse in China in opkomst. Verdere groei ervan ligt voor de hand

Gezien de omvang van het land staat de overheid voor een enorme taak dit overgangsproces in goede banen te leiden. Tot nu toe lukt dat aardig, al lijkt het niet altijd en overal te slagen. De Chinese economie bevindt zich in een overgangsfase die de overheid noopt om te sturen met beleidsinstrumenten die men nog niet eerder heeft ingezet. Het voeren van wisselkoersbeleid is daarvan een voorbeeld. Medio december 2015 kondigde de centrale bank van China aan dat zij de wisselkoers niet langer uitsluitend aan de Amerikaanse dollar zal blijven koppelen. Het duidt op de bereidheid nieuwe wegen in te slaan in het macro-economische beleid.

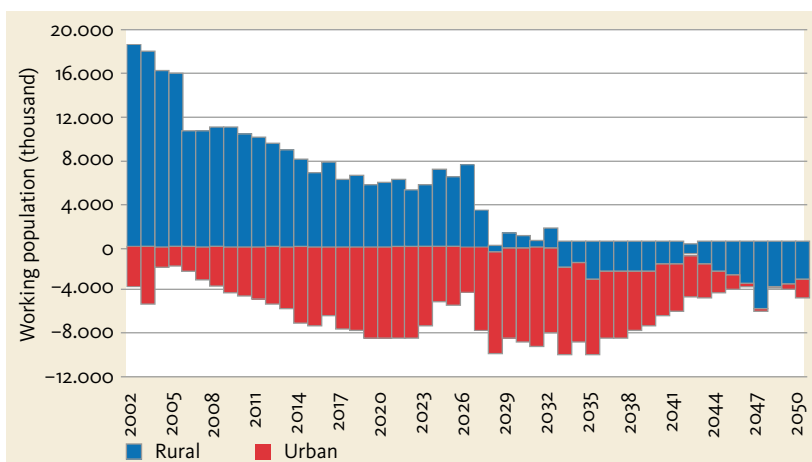
Implicaties voor financiële markten

Voor financiële markten is de overgangsfase een uitdaging. Het is een ontwikkeling die met de nodige horten en stoten gepaard gaat. Daarbij hoort onzekerheid over de effectiviteit van maatregelen die de Chinese overheid neemt om de economie te sturen. Het groeipad van de Chinese economie is minder goed voorspelbaar en er treden neveneffecten op voor andere landen die zich lastig laten voorspellen. Grondstoffenleveranciers zijn in deze fase minder nodig. De verdere toename van het BBP per inwoner die in het verschieft ligt, biedt kansen voor ondernemingen, zowel in China als daarbuiten.

Beleggers hebben in deze overgangsfase minder houvast aan traditionele ijkpunten en dat kan leiden tot hogere volatiliteit in financiële markten, wanneer nieuwe economische data voor verwarring zorgen. In de situatie waarin de basisindustrie aan belang inboet, hoeven bijvoorbeeld de elektriciteitsproductie en het goederenvervoer per rail niet meer de betrouwbare alternatieve groei-indicatoren te zijn die zij altijd waren.

Een groeiende middenklasse wil toegang tot luxe-goederen uit het buitenland en dat zal leiden tot een groter importlek dan het land gewend was. In deze post-industrialisatiefase verandert de samenstelling van de importvraag. Er zal minder vraag zijn naar

Grafiek 3 Verandering van de beroepsbevolking in landelijke en stedelijke gebieden



Bron: Hu (2009)

basisgrondstoffen, zoals olie en koper, en meer vraag naar auto's, kleding, high-end cosmetica maar ook naar kapitaalgoederen die hoogwaardiger productie mogelijk maken. Als gevolg daarvan zal de import meer uit andere landen komen dan voorheen. Daarvan profiteren de hoogontwikkelde landen en ondervinden opkomende landen juist nadeel. Terwijl de financiële markten in het najaar van 2015 het ergste vreesden, zal de uitwerking van de transitie eerder positief zijn dan negatief. De import richt zich op producten die China in het binnenland (nog) niet zelf kan produceren en heeft een naar verhouding hoge toegevoegde waarde voor de leveranciers. Dat grondstoffenleveranciers veel geld hebben verdiend aan de almaar stijgende vraag vanuit China betekent niet dat hun winstgevendheid zo hoog was. De hogere grondstoffenprijzen reflecteerden immers toenemende schaarste en leidde tot hogere exploratiekosten en daardoor niet per se tot hogere winstmarges. Ondanks het feit dat de Chinese overheid zich op grote schaal bedient van digitale bedrijfsspionage in het buitenland, lijkt het uitgesloten dat men alle toekomstige vraag zelf zal kunnen produceren. Dan wordt ook de wisselkoers een belangrijker wapen voor de overheid om de importneiging te sturen. In dat licht gezien kan de recente stap naar flexibilisering van de yuan als een voorteken worden gezien voor een meer actief wisselkoersbeleid. Pinto (2015) wijst erop dat dit pas effectief kan zijn bij goed functionerende financiële markten in het binnenland en dat het zonder dit vereiste uitermate risicovol is de wisselkoers als instrument te gebruiken. China is daar naar zijn mening duidelijk nog niet aan toe.

Zo leidt de transitie die China doormaakt tot diversiteit in effecten voor toeleveranciers. De grondstoffenleveranciers raken een deel van een markt kwijt die niet zal herstellen. Dat komt hard aan in die landen die in de afgelopen 10 tot 15 jaar wel hebben geprofiteerd van de grote vraag naar grondstoffen, maar verzuimd hebben de economische diversificatie te vergroten. Landen met een eenzijdige aanbodstructuur zoals Brazilië, Nigeria, Venezuela en Turkije vallen daardoor ten prooi aan de 'Dutch disease': hoge sociale uitgaven en afhankelijkheid van importgoederen gekoppeld aan lagere exportgroei. Met deze landen komt het niet snel goed. De opkomst van een middenklasse die ook in deze landen is ontstaan, keert zich waarschijnlijk snel tegen de huidige machthebbers doordat hun welvaart op de tocht komt te staan.

Het is een economisch machtige groep die beter beleid wil dan de regering haar kan bieden. We zien het op dit moment gebeuren in Brazilië en het kan leiden tot een politieke machtsverschuiving, onder druk van een ontevreden geworden electoraat. Dit lot is minder waarschijnlijk voor landen die de Dutch disease voorkomen hebben.

In het licht van de discussie over *secular stagnation* lijkt het overdreven om te denken dat een trager groeiend China aan dat fenomeen een belangrijke bijdrage zal leveren. China bevindt zich in de Lewis Turning Period en zal de wereldeconomie en internationaal opererende ondernemingen nog goede diensten gaan bewijzen. Beleidsmatig is dit voor de Chinese autoriteiten een lastige overgangperiode en hun vermogen om dit in goede banen te leiden wordt danig op de proef gesteld. Yang Yao (2015) meent dat de bijdrage van China aan de groei van de wereldeconomie in de nabije toekomst beperkt zal zijn. Naar mijn mening is dat echter eerder cyclisch dan langdurig.

Opkomende landen die de goede jaren niet hebben gebruikt om de economie te diversifiëren zullen getroffen worden door de transitie van de Chinese economie

China stevent af op houdbare groei van zo'n 6% per jaar. Natuurlijk is dat minder dan de 10% die lange tijd werd bereikt maar het gaat te ver om hierin een bijdrage aan een wereldwijde "secular stagnation" te zien. Wel leidt het tot andere handelsrelaties dan voorheen. De importvraag zal verschuiven van grondstoffen naar producten met hogere toegevoegde waarde. Dat bevoordeelt hoogontwikkelde economieën en is een nadeel voor grondstofrijke opkomende economieën. Samengevat is China op weg naar verdere verhoging van het BBP per inwoner en daar vaart de wereldeconomie wel bij. ■

Geraadpleegde literatuur

- Cai, Fang, 2012, *Demographic Transition, Demographic Dividend, and Lewis Turning Point in China*, Institute of Population and Labor Economics, Chinese Academy of Social Studies
- Cai, Wanhuan and Andong Zhu, 2012, *The Lewis Turning Point in China and its Impacts on the World Economy*, AUGUR Working Paper (WP#1), February 2012
- Credit Suisse Research Institute, 2015, *Global Wealth Report 2015*, Zürich, October 2015
- Das, Mitali and Papa N'Diave, 2013, *Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?*, International Monetary Fund, Working Paper 26, January 2013

- Hu, Ying, 2009, *Predictions on Working Age Population of Rural and Urban China*, unpublished memo – grafiek op pagina 4 is overgenomen uit Fang Cai (2012)
- Lewis, Arthur W., 1954, *Economic Development with Unlimited Supplies of Labor*, Manchester School of Economic and Social Studies, vol XXII (May), pp. 139–91
- Pinto, Brian, 2015, *Hello China, meet Diaz-Alejandro! Interpreting the recent yuan devaluation*, Brookings Future Developments blogs, 24 August 2015, www.brookings.edu/blogs
- Yang, Yao, 2014, *A New Normal, but with Robust Growth: China's Growth Prospects in the Next 10 Years*, Peking University, in

- Think-Tank 20: Growth, Convergence and Income Distribution: The Road from the Brisbane G-20 Summit, November 2014
- Zheng, Liu, 2015, *Is China's Growth Miracle Over?*, Economic Letter 2015-26, Federal Reserve Bank of San Francisco, August 10, 2015

Noot

- 1 Fons Lute is managing director in het OCIO team bij BlackRock Solutions in Londen. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel en vertegenwoordigt niet de visie van BlackRock.