

# Zoeken naar evenwicht

Kent u die van de econoom, de belegger en de pensioenfondsbestuurder?

—  
“Hoe kunnen we de huidige omstandigheden het beste duiden?”, is de hoofdvraag voor dit artikel. Dat nu hangt sterk af van het perspectief van de bevrage. De econoom heeft de groei en inflatie continu lager zien uitvallen dan hij verwachtte en hij antwoordt inmiddels dan ook in somber klinkende termen als *“New normal”* of *“Secular stagnation”*. De centrale bankier voelde zich hierdoor genoodzaakt de rente tot de *“Zero bound”* te verlagen en vervolgens het *“Unchartered territory”* van *“Quantitative easing”* te betreden, om aan een *“Liquidity trap”* te ontsnappen. De pensioenfondsbestuurder voelt de *“Financial repression”* van de *“Lower for longer”* rente en beraadt zich of hij mee moet gaan met de *“Search for yield”* in risicovollere beleggingen. Ook de spaarder ziet zijn kapitaal geleidelijk uitgehold worden door een negatieve reële rente en dreigt te vervallen in een *“Paradox of thrift”*, waarbij hij nog meer gaat sparen om hetzelfde doel te bereiken. Echter, de belegger kijkt eens op zijn koersgrafieken, ziet sinds de kredietcrisis gemiddeld boven-historische koersstijgingen, bedankt de centrale bankier en rept over een lange *“Sweet spot”* en *“Goldilocks”*. Kortom, de huidige omstandigheden kennen vele verschillende invalshoeken en belevingswerelden. Maar bestaat er ook een gemene deler?

## Mind the gap

De gemene deler waarop veel van deze belevingswerelden zijn terug te voeren, is mijns inziens het fenomeen overcapaciteit; output gaps in economenjargon. Door de diepe recessie in 2008-2009 ontstond daar in ontwikkelde economieën een enorme hoeveelheid van, in zowel de productiefaciliteiten, als de arbeidsmarkten. Deze overcapaciteit nam vervolgens af door het gematigde economische herstel sindsdien, maar dat is een langgerekt, nog onvoltooid proces. Met andere woorden, het gapende gat dat door de kredietcrisis werd geslagen, is nog altijd niet gedicht. De overcapaciteit is daarmee één van de belangrijkste erfenissen van de kredietcrisis.

Waarom is dit zo belangrijk? Om te beginnen is de overcapaciteit waarschijnlijk de belangrijkste kracht achter de onderliggende disinflatoire tendens. Door het aanzienlijke overschot aan productiefaciliteiten en arbeidskrachten is mondiaal de concurrentie om afzetmarkten en arbeidsplaatsen groot. Zodoende

hebben bedrijven als werknemers weinig mogelijkheden om hun prijzen te verhogen.

Auteur  
Sander van Ginkel

De overcapaciteit vormt tevens een belangrijke verklaring voor de missende schakel in het economisch herstel; het gebrek aan bedrijfsinvesteringen. Immers, wanneer er al te veel capaciteit bestaat, is er weinig noodzaak deze nog eens uit te breiden, hoe hoog de winsten ook zijn en hoe laag de rente ook staat. Voor huishoudens geldt iets soortgelijks.



Wanneer de lonen slechts beperkt stijgen, remt dit de consumptieve bestedingen. Daarmee remt de overcapaciteit in sterke mate de economische dynamiek.

Tegen de achtergrond van een al lage inflatie toen de crisis toesloeg, leidden deze ontwikkelingen ertoe dat centrale banken alles uit de kast moesten halen om deflatie te voorkomen. Nadat zij beleidsrentes naar (bijna) nul procent hadden verlaagd, kochten zij massaal obligaties op, om ook de markrentes te drukken. Zij zijn hier overduidelijk in geslaagd. Temeer daar de lage bestedingsgroei heeft geleid tot een spaaroverschot, hetgeen de prijs van geld nog eens verder drukte.

Kortom, veel van de betitelingen voor de huidige omstandigheden vinden uiteindelijk hun grondslag in het feit dat de economieën nog altijd verwijderd zijn van hun “evenwichtsstaat” van volledige capaciteitsbezetting en werkgelegenheid. Naar mijn mening is de cruciale vraag hoe lang dat nog het geval zal blijven.

### Definitieve schade?

Zo ligt het fenomeen overcapaciteit ook aan de basis van de seculiere stagnatie thesis, welke eind 2013 door de voormalige minister van financiën van de Verenigde Staten Larry Summers, nieuw leven werd ingeblazen en veel voedingsbodem heeft gevonden onder economen. In een seculiere stagnatie zijn de overcapaciteit en resulterende lage groei en inflatie een zich zelf in stand houdende groei-remmende omstandigheid, welke permanent aanhoudt. De nieuwe evenwichtsstaat van de economie (en de rente) ligt dan beduidend lager, als die überhaupt al bereikt kan worden.

Summers sprak in eerste instantie over de Amerikaanse economie. Hij constateerde dat deze een sterk negatieve reële beleidsrente nodig heeft om “de besparingen en investeringen in evenwicht te brengen en volledige werkgelegenheid te bereiken”. Het risico in het huidige tijdperk is volgens Summers dat de nominale beleidsrente van de Federal Reserve dicht bij de 0% staat (de “zero bound”), maar de inflatie nog altijd laag is. Hierdoor is het moeilijk de reële rente dusdanig te reduceren dat deze de economie voldoende stimuleert om de overcapaciteit weg te werken en daarmee de inflatie op te drijven. En slaat de inflatie om naar deflatie, dan loopt de reële rente zelfs op naar positief, terwijl deze volgens Summers dus juist negatief zou moeten zijn.

Het wordt nog erger. In een seculiere stagnatie wordt uiteindelijk ook de aanbodkant van de economie aangetast. Immers, de investeringen liggen laag en R&D is vaak het eerste slachtoffer van bezuinigingen door bedrijven en overheden, hetgeen de toename van de productiviteit raakt. Bovendien bestaat de kans op zogenaamde hysteresis effecten, waarmee de kwantiteit en de kwaliteit van de factor arbeid wordt aangetast. Wanneer werklozen te

langdurig zonder baan blijven, zullen zij hun vaardigheden verliezen en daarmee minder productief of definitief ‘uit de markt geprijsd’ worden.

Dit betekent ook dat de cyclische werkloosheid kristalliseert tot hogere structurele evenwichts-werkloosheid. Vele miljoenen mensen nemen daarmee definitief afscheid van de arbeidsmarkt. Niet alleen zou dit een aanzienlijk maatschappelijk probleem zijn, ook de afhankelijkheidsratio zou er door verslechteren, hetgeen op de langere termijn de door de vergrijzing al opgerekte sociale voorzieningen ernstig onder spanning zou zetten.

## Huidige cyclische groei boven trend pleit tegen seculiere stagnatie

Bovendien bemoeilijkt structureel lagere groei en inflatie de nog benodigde schuldsanering. En als de lage inflatie zou omslaan in deflatie, kunnen de schulden onhoudbaar worden. De hoofdsom van de schuld blijft dan gelijk, maar inkomsten en winsten waaruit de rente- en aflossingsverplichtingen moeten worden voldaan, nemen af. Dus hoe meer de deflatie toeneemt, hoe zwaarder de schuldenlast wordt. Zo kan de paradox ontstaan dat hoe meer schulden worden geliquideerd, hoe groter de schuldenlast wordt. Evenwicht wordt dan niet gevonden en kapseizing dreigt.

De Amerikaanse – en breder de ontwikkelde – economie(en) vertonen inderdaad diverse kenmerken van een seculiere stagnatie. Velen kampen met lage economische groei, overcapaciteit, beleidsrentes van nul procent of zelfs negatief, lage inflatie, geleidelijk oplopende reële rentes en gedaalde productiviteitsgroei.

Echter, één belangrijke factor pleit tegen een seculiere stagnatie: de cyclische groei ligt in de meeste grote ontwikkelde economieën boven de potentiële (of, trend) groei. Dit is van eminent belang. Het betekent dat de overcapaciteit en werkloosheid in hun geleidelijk dalende trend blijven. De economieën liggen daarom nog altijd op koers naar – uiteindelijk – volledige capaciteitsbezetting en werkgelegenheid.

Er zijn in hoofdzaak twee krachten welke zorgen voor deze groei-boven-trend: het extreem ruime beleid van centrale banken en een lagere trend-groei.

### Balansoefeningen voor een beter evenwicht

De enorme balansexpansie van diverse centrale banken, is aan kritiek onderhevig. De milde variant van deze kritiek is dat het beleid simpelweg

ineffectief is. Een zo extreem ruim monetair beleid had allang tot een acceleratie van de kredietverlening, economische groei en inflatie moeten leiden, hetgeen duidelijk niet het geval is. Dit lijkt het ultieme bewijs dat de kwantitatieve verruiming niet werkt, zo luidt de redenering.

Een groeiende groep economen gaat nog verder in de kritiek en ziet averechtse effecten. Deze groep bepleit dat de kwantitatieve verruiming slechts leidt tot een verminderde druk tot schuldsanering, structurele hervorming en creatieve destructie, alsmede tot toenemende bubbelvorming in financiële markten, een valutaoorlog en groeiende vermogens- en inkomensongelijkheid onder huishoudens.

En inderdaad is de totale schuld in de wereld sinds de kredietcrisis nog eens met ruim 40% opgelopen, blijft veel van de geplande structurele hervorming steken in plannen, ligt dus de productiviteitsgroei laag en zijn waarderingen in activamarkten, wisselkoersvolatiliteit en de Gini coëfficiënt<sup>2</sup> fors opgelopen.

Echter, hoewel dus deze zorgen op het eerste gezicht valide zijn, kan tevens een veel positievere case gemaakt worden over de effecten van de ruimgeldpolitiek.

Het beeld ten aanzien van de schuldposities wordt namelijk anders wanneer de schulden worden afgezet tegen de vermogensposities, in plaats van tegen het BBP of inkomen. Hoewel niet met zekerheid te stellen, heeft het ruime monetaire beleid waarschijnlijk sterk bijgedragen aan de activa inflatie sinds de kredietcrisis. Dit weer heeft de vermogensposities van huishoudens en ondernemingen sterk opgedreven.

## Vermogensposities staan ruim boven hun 2008-piek

Gecorrigeerd voor de schulden zijn de vermogensposities van huishoudens hun piek van 2008 inmiddels zelfs ver overstegen. En ja, hogere inkomensgroepen profiteren daar verhoudingsgewijs meer van, maar nu de activa inflatie ook toenemend in de onroerend goed markten post vat, spreiden deze vermogenseffecten zich als een olievlek over de bevolking.

Daarnaast heeft de extreem lage rente de schuldposities voor alle huishoudens dragelijker gemaakt. Zo zijn de maandelijkse rente- en aflossingsverplichtingen van Amerikaanse huishoudens als percentage van hun inkomen tot het laagste niveau van de laatste vier decennia gezakt. Ook voor

huishoudens, overheden en bedrijven in veel andere landen is deze 'debt service ratio' gedaald.

Ondanks nog lage loonstijgingen, draagt deze combinatie van sterke vermogenstoename en een lagere schuldenlast bij aan een herstel van de consumptie. En gevoegd bij een langzaam helend bankwezen, loopt de krimp van de kredietverlening in ontwikkelde economieën langzaam maar zeker ten einde. Steeds meer banken geven daarbij ook aan dat het ruime geldbeleid van de centrale bank hieraan bijdraagt, via lagere funding kosten. Het herstel van de kredietverlening is nog pril en gematigd, maar de richting is hoopgevend.

### Help, lagere potentiële groei... of lagere potentiële groei helpt?

Counterintuïtief en paradoxaal helpt nu ook de lagere trendgroei bij het voorkomen van een seculiere stagnatie. Er bestaat vrij brede consensus onder economen dat de potentiële groei van ontwikkelde economieën is afgenomen, als gevolg van de lagere productiviteitsgroei en demografische ontwikkeling. Het resultaat hiervan is echter ook dat de drempel voor *above potential growth* en het absorberen van de overcapaciteit en werkloosheid dus lager ligt.

Waar de potentiële groei in de Verenigde Staten voor de crisis vaak rond de 3%-3,5% werd geschat, ligt deze volgens de meeste economen nu veeleer rond 1,5%-2%. Met andere woorden, de huidige cyclische groei van tussen de 2% en 3% ligt daar nu dus enigszins boven. Voor de EMU wordt 'potential' nu berekend op circa 0,75%-1% waartegen de cyclische groei eerder rond 1,5% ligt.

In zowel de VS, het VK en Japan daalt dan ook de werkloosheid en begint deze nu langzaam maar zeker het niveau dat historisch gezien correspondeert met "volledige werkgelegenheid" te benaderen. Hoewel er waarschijnlijk in deze landen nog wel sprake is van enige verborgen werkloosheid, kan er ergens de komende jaren enige toename van de loonstijgingen verwacht worden. In de EMU lijkt dit met een werkloosheid van ruim 10% op het eerste gezicht veel minder snel het geval te worden, maar daarbij moet wel bedacht worden dat de structurele werkloosheid ook veel hoger ligt dan in de andere ontwikkelde economieën. Met andere woorden, de afstand tot "volledige werkgelegenheid" is in de EMU waarschijnlijk kleiner dan het overall werkloosheidcijfer doet vermoeden.

Ook waar het de overcapaciteit in de productie-faciliteiten van het bedrijfsleven betreft, is een positieve ontwikkeling te signaleren. De output gaps zijn inmiddels duidelijk minder groot dan in 2009-2010, net na de kredietcrisis. Ze zijn nog geenszins gesloten, maar ook hier is de richting hoopgevend. Dit staat haaks op de basisaanname van de seculiere stagnatie, welke zoals aangegeven, bepleit dat de economie "nooit" meer een staat van

volledige capaciteitsbezetting en werkgelegenheid zal bereiken.

### Ondertussen in de financiële markten

De financiële markten hebben in de postcrisis periode überhaupt geen beeld van stagnatie laten zien. Praktisch alle activamarkten hebben stevige rendementen getoond, soms zelfs ruim boven historische gemiddelden. Hoe is dit mogelijk tegen zo'n gematigde economische achtergrond? En belangrijker nog, hoe lang is dit nog houdbaar?

Waarschijnlijk is het juist de gematigde economische ontwikkeling geweest welke de koersen zo heeft opgedreven. Doordat signalen van oververhitting in de reële economie ver te zoeken waren, konden centrale banken hun ruime geldpolitiek alsmaar uitbouwen. En met het platdrukken van de rentecurve genereerden zij – bewust – een 'search for yield' welke ook de koersen van risicovollere activaklassen als aandelen hebben opgedreven.

Maar daar eindigt de link tussen zwakke economische omstandigheden en sterke performance in activa markten niet. Continu groeiende (pensioen) besparingen zorgden voor een extra golf te beleggen kapitaal. Bovendien is de lage groei omgeving veel minder negatief gebleken voor het bedrijfsleven dan verwacht. Zo ontnamen de ruime arbeidsmarkten werknemers de mogelijkheid om hogere lonen af te dwingen. Hierdoor zijn de loonkosten per eenheid product laag gebleven. Bovendien zorgde de zoektocht van beleggers naar rendement voor een ruim aanbod van kapitaal voor bedrijven. Zij konden leningen herfinancieren tegen lagere rentes en langere looptijden, en zo de financieringskosten verlagen en hun balansen versterken. Lage loon- en financieringskosten hebben in de Verenigde Staten de winstenmarges zelfs naar historische hoogte opgedreven.

Daarnaast is er weinig geïnvesteerd vanwege de overcapaciteit en lage vraag. En daardoor bouwden bedrijven weer enorme cashbuffers op. Dit gebeurde ook deels onder druk van aandeelhouders. Behoudend acterende bedrijven werden door de aandeelhouder beloond met hogere koersen. De aandeelhouders werden op hun beurt weer beloond door mee te delen in de hoge cashaccumulatie en koersstijging via onder andere toenemende dividenden.

### Geleidelijke verschuiving van risico's

Het hierboven omschreven "regime" van – historisch gezien – gematigd, maar aanhoudend economisch herstel, lage inflatie, ruim centrale bank beleid en lage rentes kan nog enkele jaren aanhouden. Dat wil zeggen, zolang de onderliggende gemene deler van overcapaciteit strekt.

De meeste calculaties laten zien dat ontwikkelde economieën in dit tempo, vanaf 2017-2018 volledige capaciteitsbezetting en werkgelegenheid zullen bereiken. Veel verder lijkt de 'stagnatie' niet aan te zullen houden. Het lijkt logisch te verwachten dat economieën dan hun dynamiek geleidelijk weer zullen hervinden. Er zullen dan arbeidstekorten optreden waardoor opwaartse druk op de loonstijgingen en consumptie ontstaat. Bedrijven zullen dan minder onzeker worden over toekomstige consumptieve vraag en capaciteitstekorten nopen dan tot meer bedrijfsinvesteringen.

### Vanaf 2017-2018 volledige capaciteitsbezetting en werkgelegenheid

Dit betekent echter ook dat dan langzaam maar zeker de risico's naar het andere einde van het spectrum zullen verschuiven. Geleidelijk oplopende inflatoire druk en het perspectief van afremmend beleid van centrale banken zullen dan waarschijnlijk een nieuw 'regime' vormen. De econoom krabt dan eens achter zijn oren en vraagt zich af wat hij al die jaren toch over het hoofd heeft gezien. De pensioenfondsbestuurder slaakt een zucht van verlichting omdat hij eindelijk de rente ziet oplopen. Voor de belegger lijkt dan echter het einde van de "Sweet spot" te zijn ingeluid. Maar allen zijn zij het eens dat het is te hopen dat de "Liquidity withdrawal" van centrale banken voldoende gecompenseerd wordt door toenemende "Animal spirits". Anders kon door sterk oplopende "Risk aversion" de rentestijging weleens van korte duur zijn. ■

#### Noten

1 Sander van Ginkel is hoofdeconoom bij MN.

2 De Gini coëfficiënt is een maatstaf voor inkomensongelijkheid.