

Beleggen op de Golven

Rondetafelgesprek over Kondratieffgolf

Dit artikel is gebaseerd op het rondetafelgesprek (met Frans Ballendux, Jaap van Duijn, Philip Menco, Peter Vermeulen, Sep van de Voort en René Willemsen) over de lange golf in de economie, de Kondratieffgolf.

Uitgangspunt was de voordracht van Peter Vermeulen op basis van het boek “Beleggen op de golven” dat hij samen met Gerhard ter Veer schreef en binnenkort zal verschijnen¹.

De grote vragen zijn:

1. Is de Kredietcrisis een tijdelijke onderbreking van het voorspoedscenario sinds 2003 gedragen door de Emerging Markets en goede productiviteitsstijging of zitten we in de winter van de Kondratieffgolf vanwege schuldenafbouw tot in 2015?
2. Gaan we een periode met zeer lage inflatie tegemoet of krijgen we juist weer hoge inflatie?

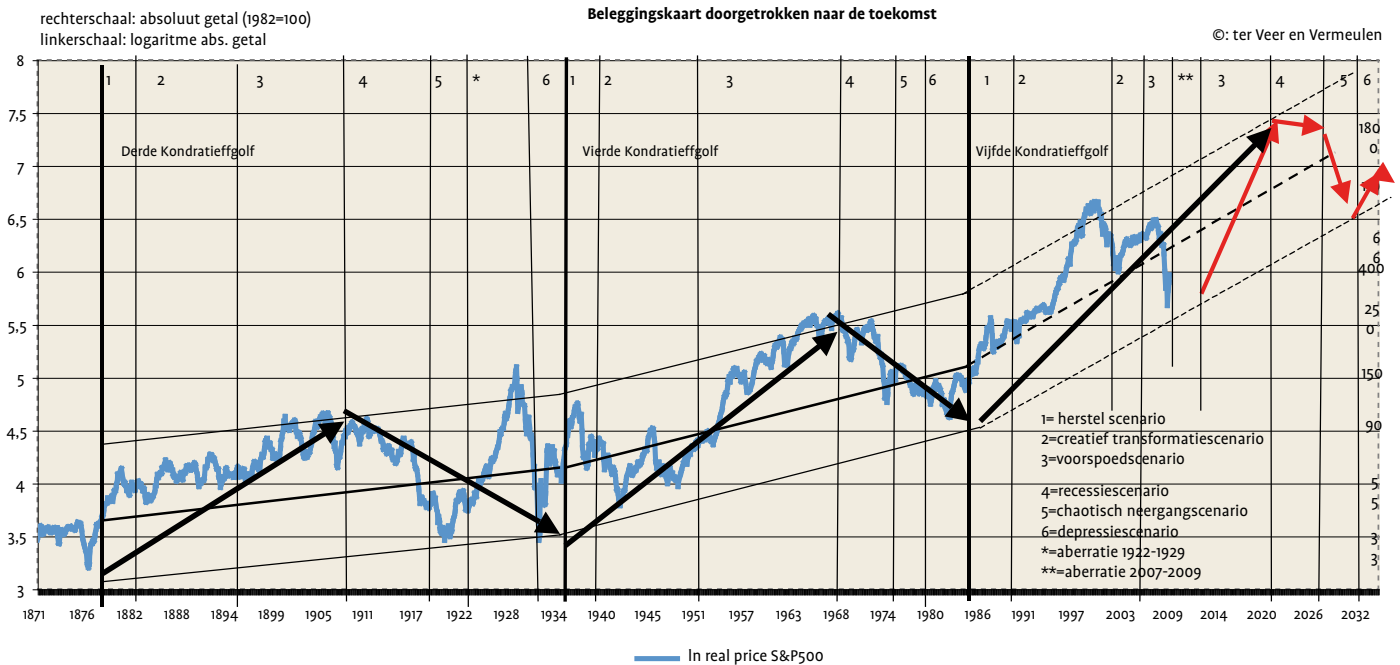
Ter Veer en Vermeulen laten hun visie op de toekomst zien met twee beleggingskaarten. Een optimistische variant (zie grafiek 1) waarin zij geloven in een voorspoedscenario tot ongeveer 2018 en een pessimistische variant waar slechte tijden aanhouden tot circa 2016.

In grafiek 1 staan zes scenario's die zich in een vaste volgorde voordeden, met af en toe een aberratie die

Peter Vermeulen
Beleggingsstrateeg
bij F&C



Grafiek 1. Optimistische beleggingskaart van Ter Veer en Vermeulen



men wellicht zou kunnen uitleggen met de hieronder kort beschreven Great Moderation theorie. Je kijkt hier door de bril van de beurs. Die signaleert het wel en wee van het bedrijfsleven. Dat kan afwijken van hoe het gaat met de werknemers. Als voorbeeld ging in 1965 de beurs al dalen maar de economische groei bleef nog goed: pas in 1973 kwam de echte klap.

Waarom zouden we in de winter van de Kondratieffgolf zitten?

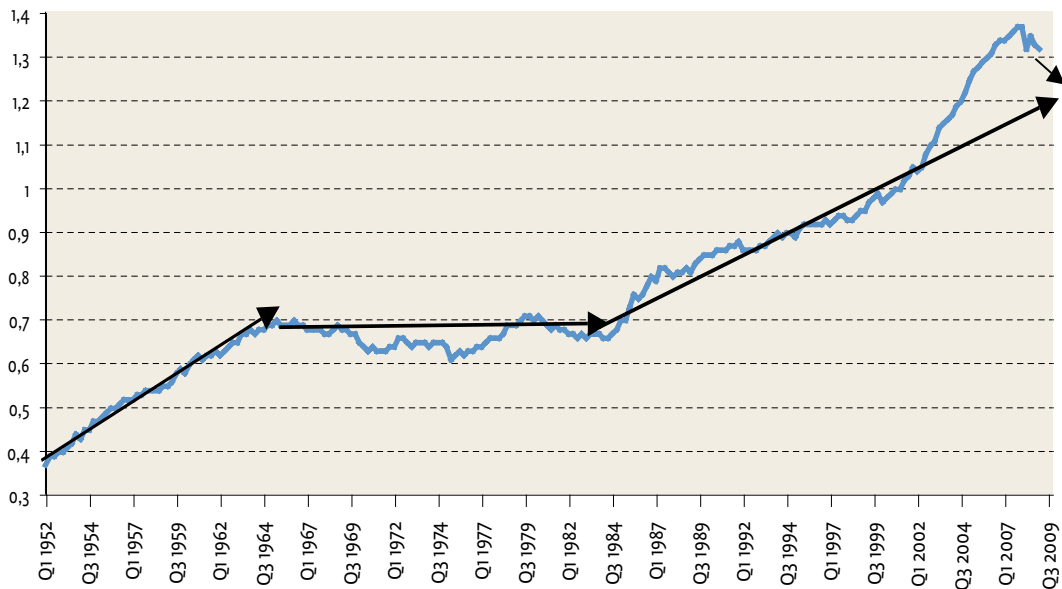
Een van de klassieke verklaringen waarom de neergang in lange golven ontstaat, is gebaseerd op overinvesteringen en daarmee samenhangend het maken van te veel schulden. Na lange perioden van te hoge investeringen moeten deze afgeschreven worden. Dat kan heel lang duren. In die periode helpt bijna niets om de groei langdurig aan te zwengelen (zie Japan).

In 2008 bleek dat de Amerikaanse particulier en het wereldwijde bankwezen te veel schulden hadden. Het bedrijfsleven had niet te veel schulden: het bedrijfsleven (ex private equity) had zijn schulden na de ellende van 2000-2003 gesaneerd. Die moeilijke periode kan men uitleggen als de voorschok in de Kondratieffgolf die na enige jaren de depressie onafwendbaar zou moeten maken.

Particulieren werden na 2001 aangezet om zich flink in de hypotheekschuld te steken. De regering Bush vond dat ook de mensen die het niet konden betalen een huis moesten kunnen kopen, geholpen via een tijdelijk lagere rente². Dit was koren op de winstmolen van het bankwezen: men forceerde een explosie in subprime hypotheekrentes met hun hogere rente en aanbrengrprovisies en ventte via opsplitsing van hypotheekpakketten een en ander met onmiddellijke extra winst uit. In de onderstaande grafiek is de versnelling in de hoeveelheid schuld van de Amerikaanse particulier tegenover zijn beschikbaar inkomen na 2001 aangegeven. Dit moet gecorrigeerd worden en deze correctie zal tot minstens 2012 en misschien 2015 duren. Daardoor kan de consument minder uitgeven dan de groei van zijn inkomen. Consumptie als deel van het BNP moet daarom afnemen.

De te grote schuldenopbouw was onvermijdbaar volgens de Great Moderation theorie. Sinds midden jaren tachtig zijn de fluctuaties van de groei zeer laag (door de grotere dienstensector, meer tweeverdieners, minder correlatie tussen de sectoren in de economie). Dit lagere risico maakt meer risico nemen mogelijk dat aanvankelijk goed beloond wordt. Door de dalende inflatie na 1981 daalt de

Grafiek 2: Schulden van gezinnen afgezet tegen het beschikbare inkomen in de VS



rente. Daardoor wordt het al maar verleidelijker nog meer risico te nemen en bouwt men meer en meer schulden op, totdat het plotseling misgaat: het Minsky-moment³. Volgens Minsky veroorzaakt te veel stabiliteit uiteindelijk het tegenovergestelde: het ontspoorde deze keer in de Kredietcrisis. The Great Moderation, waarbij de spaarquote in de VS van 10% naar 0% ging, sloeg om in de Great Recession waarbij de spaarquote in korte tijd naar 6% steeg. Een behoorlijk deel van de daling van het BNP is volgens de Great Moderation theorie permanent, omdat groei boven trend bijna onmogelijk is als –door schuldsanering tot ±2015 met een spaarquote die oploopt naar 15%- je uitgaven minder kunnen stijgen dan je inkomen.

Volgens Ter Veer en Vermeulen zal de spaarquote in de VS niet zo veel meer oplopen, maar de te grote schuldenopbouw van de particulier zal wel leiden tot een terugval van de consumptie als deel van het BNP. Dit zal opgevangen worden door meer investeringen. Vooral als de overheid (bijv. met hulp van pensioenfondsen) rendabel meer investeert in infrastructuur, onderwijs/ R&D (en in 2008 banken) kan dit uiteindelijk zelfs leiden tot extra hoge groei. Vooral voor de VS en Emerging Markets biedt dit kansen. Het Great Experiment waarbij overheden en centrale banken

de economie ongekend stimuleren is kansrijk. Als de Taylor- rule (gebaseerd op inflatie, werkloosheid, groei beneden potentie) aangeeft dat centrale banken een negatieve rente zouden moeten hanteren dan kan men waarschijnlijk de geldpers straffeloos aanzetten voor ongeveer het bedrag dat de overheid extra investeert (in 2008/9 dus ter waarde van de kapitaalinjecties in het financiële stelsel).

Komt de voorspoed weer terug door de hoge stijging van de productiviteit?

Een andere populaire uitleg van het ontstaan van Kondratieffgolven dan over/onderinvesteringen met de daarbij horende schuldenproblemen is gebaseerd op de innovatiecycli⁴ die zorgen voor productiviteitscycli. Als de productiviteitsgroei hoog is, dan is per definitie de economische groei hoog (want die is groei bevolking + groei productiviteit) en andersom. Na een lange periode van tegenvallende productiviteitsstijging na ± 1965 is sinds 1995 de productiviteitsstijging in vooral de VS en Emerging Markets geaccelereerd. We zitten volgens Ter Veer en Vermeulen sinds 2003 in de meest gunstige derde fase van de productiviteitsgroei op lange termijn als gevolg van de ICT-Revolutie⁵.

De groei van de productiviteit in de Kredietcrisis is in de VS meer dan 3% hoger dan je zou verwachten

op basis van de lage economische groei (productiviteitsgroei neemt normaal met ongeveer de helft af van wat de groei beneden trend is). Dat is een teken dat de structurele productiviteitsgroei in de VS niet is afgezwakt, maar eerder nieuwe toppen gaat zetten. Daardoor en door lage loongroei zijn de winstmarges buiten de financials hoog en kunnen ze zelfs flink stijgen nu de Great Recession voorbij is. Net als na 2003 zal men volgens Ter Veer en Vermeulen verbaasd worden door hoge winstgroei in de komende jaren.

Hoe belangrijk is de opkomst van de Emerging Markets?

Nieuwe markten zijn onontbeerlijk voor hoge economische groei. Qua relatieve omvang van de bevolking zijn de opkomende markten van de vijfde Kondratieffgolf China en India vijf keer zo belangrijk als het vorige maximum, dat van de derde Kondratieffgolf toen de VS opkwam en ruim tien keer zo belangrijk als in de vierde Kondratieffgolf toen Japan opkwam. Ook qua verschil aan inkomen per hoofd kan de sprong van India en China relatief groot zijn (zie Maddison⁶).

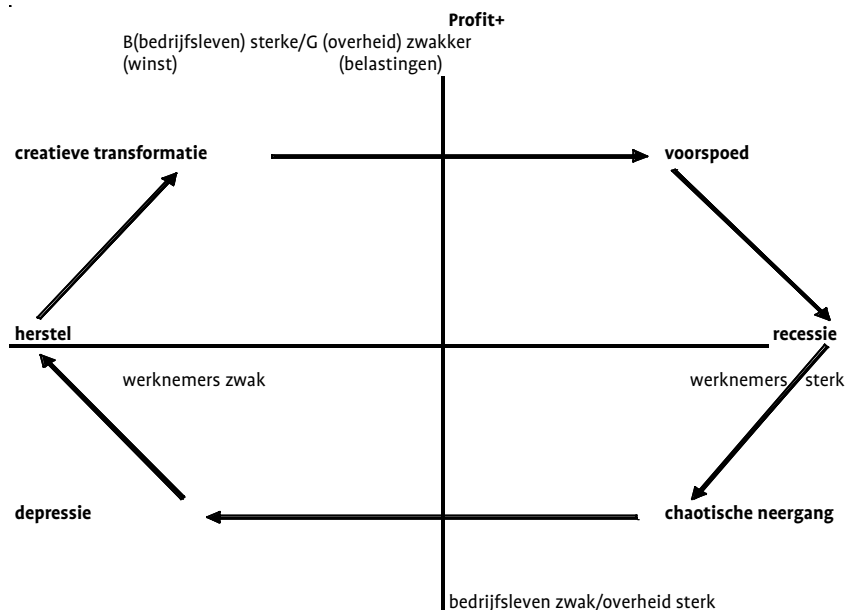
Zet de groei van Emerging Markets door?

Emerging Markets hebben de wind sterk mee: hoge stijging productiviteit, disinflatie (wakkert asset economy van stijgende huizenprijzen en vermogens aan), een hoge bereidheid tot verandering, snel toenemende urbanisatie en zeer sterke groei van de middenklasse. Men ziet de vooruitgang, men accep-

teert daardoor de onzekerheden van grote veranderingen en wil fors investeren. Door urbanisatie, waarbij in China per jaar 20-30 miljoen boeren ineens de productiviteit van een moderne fabrieksarbeider krijgen, stijgt de productiviteit fenomenaal. De sinds 1998 versnelde opkomst van de middenklasse in India heeft verandering veel dynamiek gegeven. De middenklasse heeft heel andere noden en jaagt de vraag aan. India profiteert ook van Jugaad (het optimaal innovatief omgaan met hun zeer schaarse middelen), waardoor ze meer dan het westen kunnen profiteren van de sterke groei naar producten die mensen met een inkomen van circa \$2000-6000 – hun aantal gaat in de komende jaren wereldwijd enorm stijgen – kunnen kopen.

De invloed van schuivende machten: wijst dit nog op voorspoed of juist depressie nu de overheid het voor het zeggen heeft?

De derde manier om de Kondratieffgolf uit te leggen is het harder en zachter worden van de maatschappij. Vindt men volgens de tijdgeest dat er hard gewerkt moet worden (profit belangrijk) of dat zelfontplooiing voorop staat (people, care belangrijk). Ter Veer en Vermeulen werken dit uit in hun boek. In het voorgaande zijn krachten geanalyseerd die groei onmogelijk kunnen maken (geforceerde schuldenafbouw) of juist doen accelereren (productiviteit). Of die krachten gaan werken, ligt in handen van de belangrijke machten: bedrijfsleven, werknemers,



overheid en individuen. De macht van deze groepen, aangeduid met B, E, G en I, verschuiven in de tijd als aangegeven in onderstaand schema. Hierbij doorloopt men de zes scenario's in de beleggingskaarten. Omdat de periodes waarin bepaalde groepen machtiger worden lang duren, kost het veel tijd voor de hele cyclus rond is geweest. Er ontstaan golven, omdat de markten van de belangrijke groepen niet allemaal even snel reageren op veranderende omstandigheden (de kapitaalmarkt is bijvoorbeeld veel sneller dan de arbeidsmarkt).

In de vijfde Kondratieffgolf hebben we een grote opgang van individuen gezien, gepaard met de opkomst van grote netwerken, ideeën en de asset economy. Deze opkomst lijkt gesmoord te worden door de Kredietcrisis. De tijdgeest heeft het over bonusgraaiers en wil dat de overheid het financiële stelsel beter reguleert. Daardoor is de overheid (G) plotseling machtiger geworden. Het is onduidelijk hoe lang dit duurt en wat de overheid met deze nieuwe macht (over o.a. het bankwezen) zal doen: gaat men extra uitkeringen verstrekken of gaat men meer investeren/ beter reguleren? Ter Veer en Vermeulen denken vooral het laatste en zien de macht van de overheid weer teruggaan, als de tijden weer verbeteren. Vooral in Emerging Markets zal de trend naar individualisme doorzetten en ook in de VS is een grote overheid impopulair: daar kiest men nog voor "change". Het kiezen voor behouden van wat je nog hebt zoals in Europa dreigt te gebeuren, is niet goed genoeg voor Emerging Markets.

Enige voorspellingen voor de komende tien jaar van Ter Veer en Vermeulen

- De Kredietcrisis is een onderbreking van het voorspoedscenario in de wereld dat is begonnen in 2003 en doorloopt tot circa 2018.
- Emerging Markets zullen in de komende tien jaar voor 70% van de groei in de wereld zorgen
- Ook in het westen komt een redelijk voorspoedige groei door hoge groei productiviteit en (overheids) investeringen.
- Aandelenbeurzen gaan sterk stijgen door forse winstgroei en wat hogere koerswinstverhoudingen
- Grondstoffenprijzen gaan fors omhoog.
- Voor meningen over andere golven dan de Kondratieffgolf, zie het boek "Beleggen op de golven".

Rondetafel:

De meningen over groei

Er was grote overeenstemming over de groeimogelijkheden van Emerging Markets (met uitzondering van Afrika). De economische verhalen zijn veel te veel op Amerika gericht en te weinig op China/India. Willemsen ziet de militaire macht van China opkomen en vooral ook de middenklasse sterk groeien. Vandaar dat er ook bijval was voor hogere grondstofprijzen. Menco zag daarom alternatieve energie als kansrijke investering. De meesten zagen echter weinig groei voor het westen: Europa, Japan en VS zouden op een soort plateaufase (lage groei, geen depressie) blijven in de komende jaren. De demografie werkt sterk tegen de groei in Japan en diverse Europese landen. Daardoor werken infrastructuurinvesteringen nauwelijks en spaart men zich arm (de te lage rente heeft volgens Van Duijn de Japanse depressie verergerd).

Onder andere Van Duijn twijfelt aan de mogelijkheden voor productiviteitsstijging als de groei van de productiecapaciteit 2% of lager is, zoals na 2000 in de VS het geval was.

Als het Great Experiment van geld drukken met grote fiscale stimulering werkt, komt er geen depressie. Met name Ballendux is bang dat vanwege de hoge toenemende schulden het Great Experiment uiteindelijk verkeerd zal aflopen: het oplossen van de kredietcrisis door structureel nog meer schulden aan te gaan kan slechts uitstel van de executie zijn.

De meesten hadden een hard hoofd in het snel voor elkaar krijgen van voldoende infrastructuurinvesteringen om de groei er bovenop te krijgen in o.a. Nederland. Van Duijn stelde dat de bureaucratie te verstikkend is, er praten te veel instanties mee en er is geen probleemeigenaar. Meer investeren in de Amerikaanse infrastructuur, nu deze zo lang slechts op de helft van het niveau versus BNP van rond 1960 hebben gestaan, is hard nodig en kan werken. Voor Emerging Markets blijken infrastructuurinvesteringen te werken: zie China en Dubai (men zei gekshekend dat we een verlichte despoot nodig hadden om snel infrastructuurinvesteringen er door te krijgen).

Rondetafel: De meningen over inflatie

De onzekerheid over wat de inflatie gaat doen is groot: lage bezettingsgraden helpen enorm, maar uit de hand lopende monetaire stimulering en veel hogere grondstoffenprijzen kunnen inflatie fors opjagen. Vermeulen stelde dat je de invloed van grondstoffenprijzen niet moet overdrijven: je hebt 20% stijging per jaar van olieprijsen nodig om 0,5% extra inflatie te krijgen. Geldgroei heeft een betrekkelijk zwakke correlatie met inflatie en werkt pas na ongeveer drie jaar door in hogere inflatie. Op termijn is een sprong in de inflatie mogelijk, als overheden verslaafd raken aan monetaire stimulering, banken plotseling te veel krediet verstrekken en grondstoffenprijzen met meer dan 20% per jaar stijgen. Overheden zullen belastingen moeten verhogen hetgeen inflatoir is.

Menco ziet een lage inflatie. 2,45% inflatie zoals ingeprijsd bij inflatieswaps voor de komende dertig jaar is historisch gezien hoog en moet bij plateau-groei omlaag. De geldvernietiging is groter dan er geld bijgedrukt wordt.

Van Duijn ziet de inflatie op termijn (vooral na drie tot vijf jaar, maar wanneer dit gaat gebeuren weet je gewoon niet) fors oplopen, niet alleen door stijging van de grondstoffenprijzen (2,4 miljard nieuwe consumenten bij een aanbod dat stagneert). Deflatie komt er niet tenzij de lonen dalen (van zo'n politiek moet Donner beslist afgehouden worden, wil men de groei niet langdurig vernietigen). Van Duijn wees op de schaarste aan arbeid door vergrijzing in de komende jaren. In de EU worden 100 miljoen vakbekwame ouderen geloosd. Import van buitenlanders kan dit niet oplossen: in Polen daalt de bevolking al. Er wordt straks gevochten om arbeiders. Als de inflatie over een bepaald niveau heen komt (zoals in Nederland vroeger De Galan 4% niet erg vond), ontstaat een eigen dynamiek die niet te beteugelen is. De politiek heeft belang bij inflatie om de schulden af te lossen. Centrale banken hebben nog nooit de inflatie op tijd kunnen bestrijden. Van de Voort stelde dat de geldkraan open zetten in Japan niet tot inflatie leidde. De loongolf in Nederland van 2000 is snel gecorrigeerd, omdat dit de concurrentiepositie te veel verslechterde. De groei van het aantal werkenden in Emerging Markets zal in toekomst de loonstijging voorlopig in toom houden.

Enkele mensen aan tafel zagen de hoge monetaire groei leiden tot inflatie op financiële markten.

Eindconclusies:

- De komende decennia worden steeds minder door de VS gedomineerd en steeds meer door wat er gebeurt in Emerging Markets. Voor Emerging Markets is de Kredietcrisis vermoedelijk een pauze in hun voorspoeds scenario. Waarom belegt men maar 10-15% van een aandelenportefeuille in Emerging Markets in plaats van ten minste de ongeveer 50% die ze uitmaken van het wereld BNP?
- Zoals Krugman al zei: Productivity isn't everything, but in the long run it is almost everything." Men geeft veel te weinig aandacht aan productiviteitsstijging en veel te veel aan schuldafbouw. Voor het westen (en al helemaal voor Emerging Markets) is er een grote kans dat de productiviteitsstijging meer dan voldoende is om de negatieve invloed van schuldenafbouw te neutraliseren, vooral als de werkloosheid gaat dalen. Anders blijft de groei laag (een plateaufase in de Kondratieffgolf).
- Inflatie zal de komende circa drie jaar laag blijven, er dreigt zelfs deflatie in de VS door huurdaling. Er is maar een kleine kans dat overheden te verslaafd raken aan het inzetten van de geldpers. Na ongeveer 5-10 jaar is het gevaar van hoge(re) inflatie wel groot.

Notes

- 1 Gerhard ter Veer en Peter Vermeulen: "Beleggen op de golf", Garant, 2009.
- 2 In een speech (<http://www.hud.gov/news/speeches/pres-remarks.cfm>) zei Bush in 2002 dat er in 2010 5,5 mln meer huiseigenaars moesten zijn. Starters moest men helpen door aanbatalingen te verlichten, zodat ook gezinnen met lage inkomens een huis konden kopen.
- 3 Paul McCulley: "Global Central Bank Watch, Saving Capitalistic Banking From Itself", February 2009 op www.pimco.com. In dat stuk legt hij de fases uit van het proces van het Minsky moment en het herstel.
- 4 Zie bijvoorbeeld Jaap van Duijn: "The Long Wave in Economic Life", George Allen & Unwin, 1983.
- 5 Per lange golf is er een aanjager van de groei die zorgt voor hogere productiviteitsgroei. In de huidige vijfde Kondratieffgolf sinds 1982 is dat de ICT-Revolutie. De eerste fase is de fase waarin een en ander ontdekt wordt met weinig bijdrage aan productiviteit, in de tweede stijgt de productiviteit door het meer en sneller maken van in deze cyclus ICT en in de derde fase stijgt de productiviteit door het grootscheeps goedkoop toepassen van de nieuwe technologie. Tot 2000 (Y2K) was dit duur, vanaf 2003 veel goedkoper. In de vorige Kondratieffgolven duurde de derde fase het langste en was de extra productiviteitsstijging verreweg het grootste.
- 6 Angus Maddison: "Contours of the World Economy AD 1-2030, Essays in Macro-Economic History", Oxford University Press, 2007.