



Europa, het nieuwe Japan?



Luc Aben,
Hoofdeconoom
Van Lanschot

ABSTRACT

As an open economy, the euro area feels the consequences of the worldwide economic slowdown. But markets are not just pricing in a cyclical slowdown. Instead, interest rates and inflation expectations are reflecting a prolonged period of low structural growth and inflation. If markets are right, this would mean a secular stagnation. Just like Japan experienced since the bursting of its asset bubbles in the early nineties.

Undoubtedly, there are some similarities between Japan and the euro area. Among others, an ageing population, issues within the banking sector or higher private savings. On the other hand, the euro area (until now) avoided the deflationary environment. And it still has policy room to avoid a straightforward 'Japanification' of its economy.

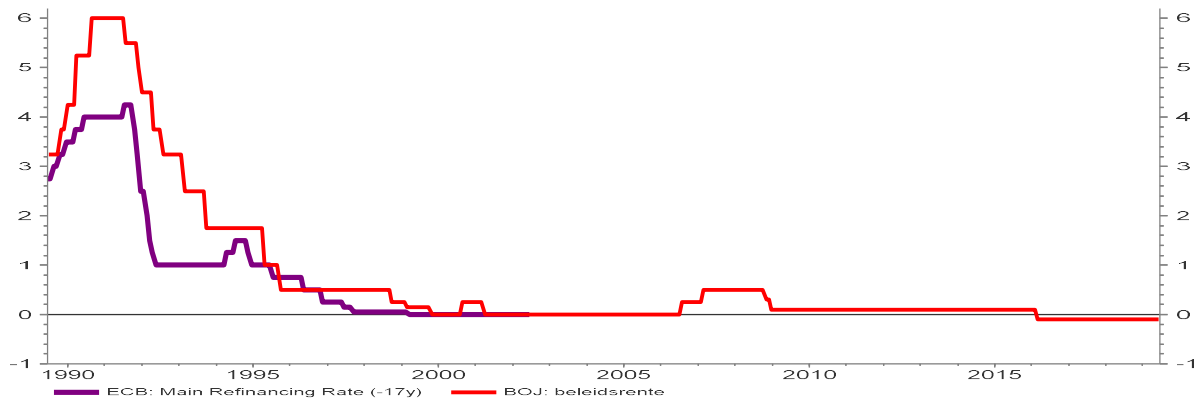
Wereldwijd gaan de voorspellingen voor de economische groei naar beneden. De oorzaken zijn genoegzaam bekend: de Chinese groeivertraging nadat beleidsmakers de schuldengroei aanpakten, het Chinees-Amerikaanse (handels)conflict, een uitdovend effect van de Amerikaanse belastingverlaging uit 2018, hogere beleidsrente van de Federal Reserve, politieke turbulentie vanuit het UK en Italië, enz...

Onze eurozone is zeer gevoelig voor de mondiale economische temperatuur. Export buiten de eurozone vertegenwoordigt ongeveer 20% van het BBP. Ter illustratie: in de VS schommelt het overeenkomstige percentage rond de 12%. Geen wonder dat de Bloomberg-consensus voor 2019 slechts 1,2% economische groei voorziet voor de eurozone. In 2018 was dat nog 1,9% en in 2017 zelfs 2,4%. Ook voor de komende twee jaren, 2020 en 2021, blijft de gemiddelde schatting steken op 1,4%.

Naast het groeicijfer, brokkelen ook de verwachte inflatiecijfers af. De 5y5y inflatie swap (de ingeprijsde gemiddelde inflatie over vijf jaar voor de vijf daaropvolgende jaren) dook recent naar een historisch dieptepunt onder de 1,2%. Financiële markten geloven blijkbaar ook voor de langere termijn niet in voldoende economische dynamiek om de inflatie hoger te duwen. Wat gelijk ook een soort motie van wantrouwen is in de capaciteit van de Europese Centrale Bank (ECB) om haar doelstelling van (bijna) 2% inflatie te bereiken. Ondanks het ruime monetaire beleid. En ondanks dat in theorie de middelen van de centrale bank om die doelstelling alsnog te bereiken ongelimiteerd zijn.

Natuurlijk spelen bovenvermelde cyclische factoren bij dit alles een rol. Maar los daarvan is er de vraag of de eurozone afstevent op een 'structurele stagnatie'. In het Engels: 'secular stagnation'. Een term die opnieuw in de mode kwam nadat de Amerikaanse oud-minister van financiën Larry Summers hem in 2013 vanonder het stof haalde. Kort samengevat is het een aanhoudende periode van ondermaatse groei en inflatie, waarbij het economische schip enkel drijvende wordt gehouden door (onhoudbare?) ondersteuning vanuit monetaire en/of budgettaire hoek.

Daaraan gekoppeld duikt steeds vaker de vergelijking met Japan op. Het barsten van de aandelen- en vastgoedbubbel in 1990 luidde daar een aanhoudende periode van lage groei en inflatie in. Zelfs periodes van regelrechte deflatie. De Japanse centrale bank (Bank of Japan, BoJ) bracht haar belangrijkste beleidstarief twintig jaar geleden al naar de nullijn. Net als de ECB dat in 2016 deed. Het patroon in de beleidsrentes van beide centrale banken is in ieder geval gelijklopend vanaf het punt dat de crisis in hun respectievelijke regio's toesloeg (grafiek 1).



Figuur 1: beleidsrente Bank of Japan en ECB (17 jaar naar achter geschoven)

Hoe terecht is die vergelijking tussen de eurozone en Japan? Stevent Europa af op 'Japanificatie'? Wat kunnen we dan doen om het tij te keren?

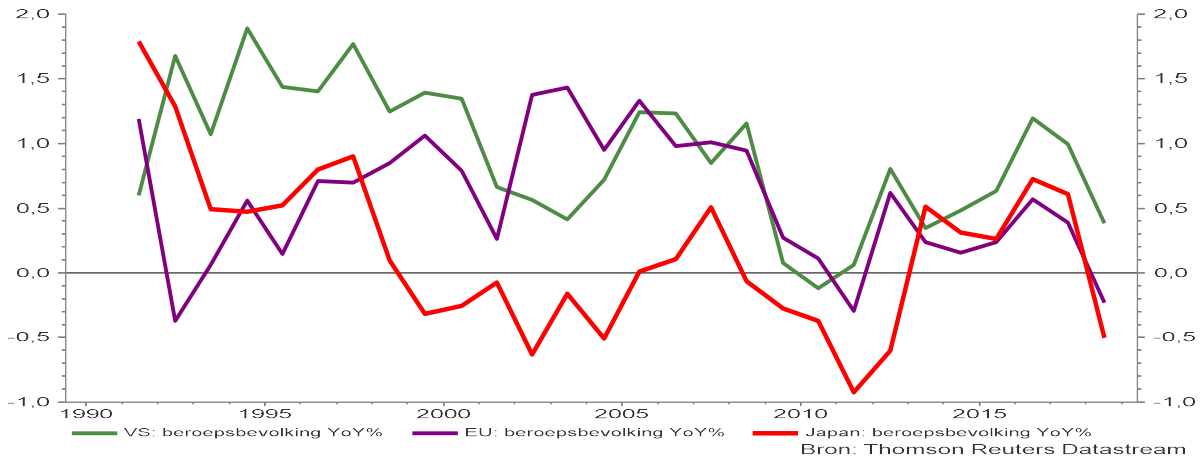
Parallel 1: bevolking & productiviteit

Op zich is het niet verwonderlijk dat zowel in Japan als de eurozone de economische groeiverwachtingen structureel laag zijn. Wat zijn immers de twee bepalende factoren voor het structurele groeipotentieel van een land of regio? Enerzijds het verloop van de beroepsbevolking, anderzijds de arbeidsproductiviteit.

In Japan zit de jaarlijkse verandering van de beroepsbevolking bijna systematisch in het rood sinds 1999. In onze contreien gebeurde dat in 2011 en 2018, en zal zich dat volgens de Verenigde Naties de komende decennia voortzetten. Sleutelen aan de participatiegraad kan de gevolgen van deze trend verzachten: meer mensen op arbeidsleeftijd effectief laten deelnemen aan het arbeidsproces. Denk aan de participatie van vrouwen. Of langer werken stimuleren. Desalniettemin is de trend duidelijk.

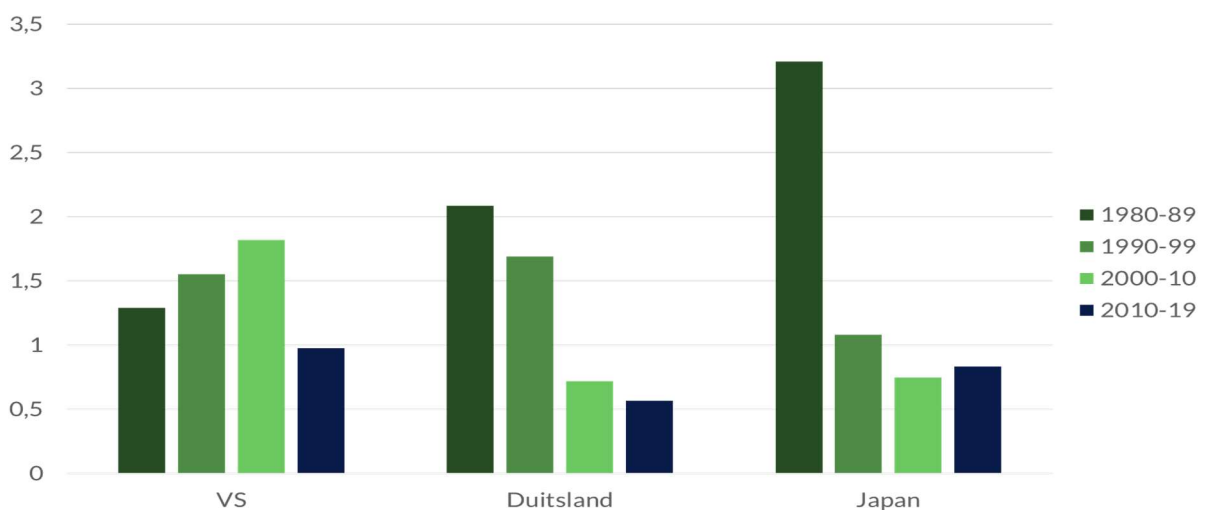
Bovendien is het tij niet snel te keren. De gemiddelde Japanse vrouw krijgt 1,5 kinderen. In West-Europa ligt dat met 1,7 kinderen per vrouw iets hoger. Maar ook hier nog steeds onder de 2,1 kinderen die nodig zijn om gewoon al maar de bevolking op peil te houden. Ter vergelijking in de VS, bedraagt deze zogenaamde fertiliteitsratio (gemiddeld aantal kinderen per vrouw) 1,9. Nog steeds te laag, maar wel 'minder slecht'.

Daarnaast is er noch in Japan, noch in de eurozone breed maatschappelijk draagvlak of gericht beleid om de beroepsbevolking op peil te houden via (economische) immigratie. Hoewel de Japanners voorzichtige stapjes zetten.



Figuur 2: beroepsbevolking jaar-op-jaar % verandering

Mocht een hogere productiviteit het lagere aantal beschikbare arbeidskrachten compenseren, hoeft er op zich geen probleem te zijn. Helaas is de afbrokkelende arbeidsproductiviteit een wijd verspreid fenomeen. Ook de Verenigde Staten hebben daar last van. Toch scoren Europa en Japan al twee decennia slechter dan die VS. Onderstaande figuur maakt dat duidelijk. Waarbij Duitsland, één van de meest productieve Europese economieën, dan nog de honneurs voor de eurozone waarneemt.



Figuur 3: procentueel verloop arbeidsproductiviteit, jaarlijks gemiddelde over diverse periodes

Wat betreft de structureel bepalende factoren voor het economische groeipotentieel op de lange termijn, zijn er dus best wat parallellen tussen de Japanse en Europese situatie.

Parallel 2: de banken

Een andere parallel is de rol van de bankensector. Zowel in de eurozone als in Japan speelt die een centrale rol in de financiering van de economie.

De Japanse bancaire sector kwam onder meer in de problemen door het keiretsu-systeem: clusters van verweven bedrijven uit diverse sectoren die wederzijdse aandelenbelangen aanhielden. Met een bank als centrale spin in het web. De beurscrash van begin jaren negentig deed die constructies imploderen.

Europese banken kregen hun klappen achtereenvolgens bij de financiële crisis in 2008-09 en de eurocrisis van 2012-13. Waarbij een ander soort verwevenheid speelde: die tussen banken en nationale overheden. Overheden kunnen in de problemen komen omdat hun banken zwak zijn en steun nodig hebben. Andersom komen banken soms in zwaar weer door het schuld papier van hun betreffende overheid dat ze in de boeken hebben.

Met de centralisering van het banktoezicht (Single Supervision Mechanism, SSM) en het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism, SRM) is de Europese bankensector veiliger geworden. Maar het werk is nog niet af. Later iets meer daarover.

In Europa staat de bancaire sector in voor iets meer dan 70% van de bedrijfsfinancieringen. Een gezonde financiële sector is dus van levensbelang.

Ook voor de Verenigde Staten zijn gezonde banken belangrijk. Dat spreekt voor zich. Maar door de aanwezigheid van een grote, uniforme kapitaalmarkt beschikken ondernemingen over een ruimer pallet aan alternatieven om zich te financieren. Het aandeel van banken komt nauwelijks boven de 30% uit. Bovendien hebben Amerikaanse beleidsmakers in en na de crisis van 2008-09 doortastender ingegrepen in de bankwereld. Door het opleggen van fusies en overnames of door snel een assertief monetair beleid op te starten.

Parallel 3: het spaargedrag

In moeilijke of onzekere tijden de broeksriem aanhalen is vanuit individueel standpunt rationeel. Als particulieren en ondernemingen echter massaal deze ratio toepassen, remt dat de economische groei op macro-niveau. Waardoor de onzekerheid verder toeneemt, de besparingen nog dieper gaan en de economie in een neerwaartse spiraal dreigt te belanden.

De voorkeur om te sparen, eerder dan te spenderen of investeren, wordt in economische termen de 'liquiditeitsval' genoemd. Ondanks de lage rente, is er een wijdverspreide



voorkeur voor 'cash'. Nóg ruimer monetair beleid kan hier weinig of niets aan verhelpen. De verwachting (vrees?) voor aanhoudend matige economische tijden en lage inflatie (zelfs deflatie) overheerst.

Zowel in Europa als Japan namen na de start van de crisis de besparingen van de private sector fors toe. Waarmee een volgende gelijkennis tussen Japan en de eurozone is vastgesteld.

Enkele verschillen: deflatie, overheidsschuld, de daadkracht en internationale context

Als tussentijdse conclusie kunnen we stellen dat de gelijkennissen tussen het verloop van de beroepsbevolking en productiviteit, de situatie van de bankensector en de spaardrift van burgers en ondernemingen inderdaad duiden op een bepaalde 'Japanificatie' van de eurozone.

Toch zijn er verschillen. Denk aan de overheidsschuld. Die loopt in Japan op tot 237% van het BBP. Ook in de eurozone duwden de verschillende economische schokken de overheidsschuld hoger. Maar toch bedroeg die eind 2018 'slechts' 85%. Met zelfs een dalend patroon sinds het hoogtepunt van 92% in 2014.

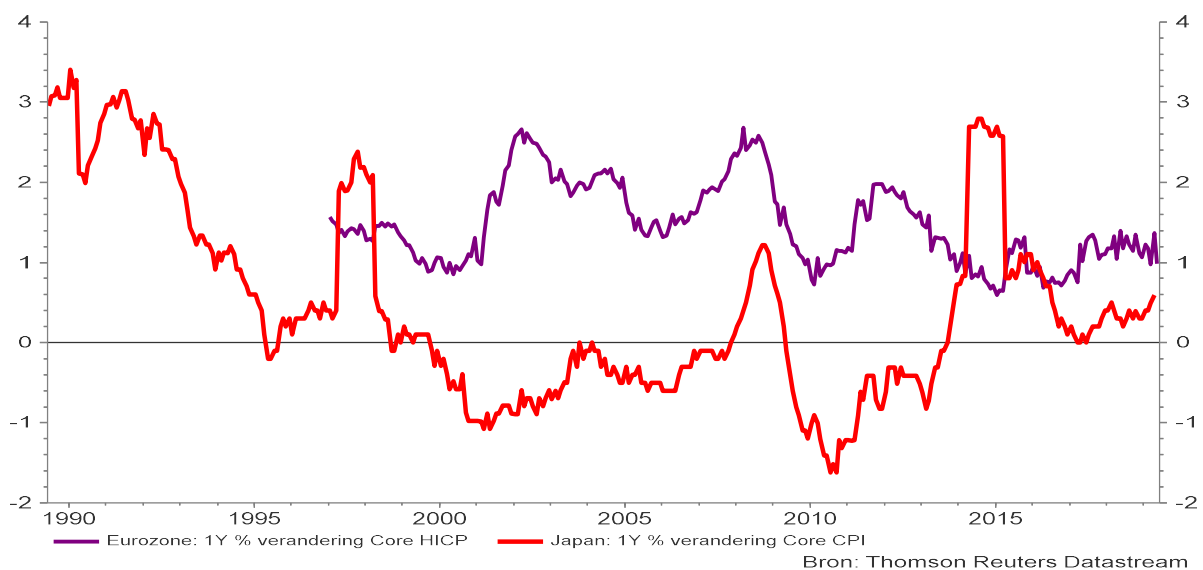
Verder mag de ECB er dan niet in slagen om de inflatie tot op het gewenste niveau te brengen, het plaatje is niet zo slecht als in Japan. Met uitzondering van bepaalde landen in bepaalde periodes, heeft de eurozone het aanhoudende negatieve inflatie-territorium tot nu toe kunnen vermijden.

Hetzelfde geldt voor de lonen. Met name vanaf eind jaren negentig kende Japan lange periodes van dalende (reële) lonen. De eurozone heeft dergelijke omgeving van loondeflatie kunnen vermijden.

Europese beleidsmakers reageerden ook krachtadiger en vooral 'korter op de bal' dan hun Japanse collega's. Zowel monetair als qua begrotingsbeleid. In beide gevallen lag een balansrecessie aan de bron van de moeilijkheden (waardedaling van de bezittingen en/of toename van de schulden). Dergelijke situatie vraagt om drastische maatregelen. Wat de Verenigde Staten bijvoorbeeld snel begrepen hadden. Getuige de snelle start van de kwantitatieve verruiming door Fed-voorzitter Bernanke, of het TARP-programma van het ministerie van financiën (waarmee de overheid illiquide leningen van de bankbalansen opkocht).

Tot slot is de internationale context anders dan drie decennia terug. Japan kwam in moeilijkheden op een moment dat de globalisering aan kracht begon te winnen en China een vloedgolf aan (goedkope) arbeid ten dienste van de wereld begon te stellen. Beide factoren drukten de inflatie naar beneden op mondiale schaal. Niet enkel in Japan.

Vandaag de dag is er geen vergelijkbare aanbodschok van nieuwe, goedkope arbeid. Bovendien staat de globalisering onder druk. Net als het verloop van de beroepsbevolking wereldwijd. Op enig moment kan dit voor hogere lonen zorgen, en dus enige opwaartse inflatiedruk. Ook de terreinwinst van eerder populistische politieke krachten verhoogt de kans op uiteindelijk iets hogere inflatie. Zij zijn immers vaker een ruim(er) begrotingsbeleid genegen. Maar zover zijn we nog niet.



Figuur 4: kern-inflatie jaar-op-jaar % verandering

Hoe dan ook, los van een eventuele 'Japanificatie', moeten we ons afvragen hoe de groei in de eurozone een niveau hoger kan. Hiervoor is er niet één wonderrecept. Maar het aanpakken van de pijnpunten van de voorbije jaren levert alvast een reeks nuttige suggesties op.

Remedie 1: breng 'structurele hervormingen' als groeiverhaal

Te beginnen met het opkrikken van de productiviteit. Waarmee we bij de veelbesproken 'structurele hervormingen' belanden. Een containerbegrip dat vaak weerstand oproept. Die weerstand is niet onbegrijpelijk. De mens houdt nu eenmaal liever vast aan het gekende.

Wellicht zou het helpen om deze hervormingen te duiden als een groeiverhaal. Eerder dan als een verhaal van besparen en/of verliezen van 'verworven rechten'. Verworven rechten bestaan trouwens niet. Eerdere afspraken zijn ontstaan in een bepaalde context. Als de

context verandert, moet hetzelfde gebeuren met de afspraken. Zo niet dreigt een remmende of zelfs verlamme wereldvreemdheid.

Elke maatregel die gericht is op het verhogen van het structurele groeipotentieel van een economie is een structurele hervorming. Dit kan gaan over (de kwaliteit van) het onderwijs, infrastructuur, rechtszekerheid, groeigerichtheid van de fiscaliteit, marktregulering, ... en nog veel meer. De optimale mix van al deze elementen is maatwerk per land. Maar de essentie is dat die hervormingen géén besparingsverhaal zijn, maar een groeiverhaal. In de praktijk ontbreekt het nogal eens aan deze positieve omkadering.

Remedie 2: herbekijk de Europese begrotingsregels

Ook het kritisch herbekijken van de Europese begrotingsregels kan helpen om een beter structureel groeikader te creëren en/of schokken op te vangen. Niet dat de huidige regels geen flexibiliteit toelaten. Maar toch is die beperkt en niet altijd even transparant. Zo beoordeelt de Europese Commissie het begrotingssaldo van ieder land tegenover zijn BBP gezuiverd voor tijdelijke cyclische invloeden en éénmalige posten. Het spreekt voor zich dat zo'n 'genormaliseerd BBP' slechts een schatting is. Die bovendien regelmatig onderhevig is aan herzieningen. Wat de kans vergroot op een begrotingsbeleid dat niet opportuun is gegeven de échte onderliggende gezondheidstoestand van een economie. Bovendien dreigt het huidige begrotingsbeleid vaak eerder pro-cyclisch dan contra-cyclisch te werken. In concreto: het gevraagde beleid versterkt de reeds aanwezige trend van de conjunctuur in plaats van er tegenin te gaan. Wat problematisch is in periodes dat een economie sowieso al afkoelt.

Tot slot is er weinig of geen differentiatie vanuit 'Europa' tussen begrotingssaldi die het gevolg zijn van 'uitgaven' of van 'investeringen'. Deze laatste verhogen het groeipotentieel van een economie op iets langere termijn. Infrastructuur is een standaardvoorbeeld. Elke euro die hierin wordt geïnvesteerd, levert uiteindelijk 1,4 euro op volgens het IMF. Vooral bij de huidige (extrem) lage rentestanden is inzetten op meer (overheids)investeringen een te overwegen piste. Concreet betekent dat bijvoorbeeld het herdenken (en verruimen) van de zogenaamde 'investeringsclausule' in de Europese regels. Die clausule bepaalt in welke mate lidstaten mogen afwijken van hun middellangetermijndoelen om te investeren. Zelfs als dat betekent dat de nominale overheidsschuld hierdoor toeneemt. Een eenvoudige rekenoefening toont trouwens aan dat zolang de rente op die schuld lager is dan de nominale groei van de economie, de schuldratio (schuld t.o.v. BBP) alsnog daalt.

Een gericht ruimer begrotingsbeleid kan de binnenlandse vraag in de eurozone in de goede richting duwen. Wat het 'oude continent' economisch minder afhankelijk maakt van het buitenland. Als open economie heeft de eurozone alle belang om de onder vuur liggende globalisering zo veel mogelijk te vrijwaren. Net als Japan trouwens. Voor beide regio's is de

export belangrijk. Maar beleid om de binnenlandse economie op een hoger structureel groeipad te brengen kan alvast diversificatie aanbrengen in de economische aandrijfmotoren.

Een ruimer begrotingsbeleid geeft tegengewicht aan de spaardrift van de private sector. Spaaroverschotten stromen via deze weg alsnog naar de economie. Met de opkomst van meer populistisch gerichte politici verhoogt de kans op ruimer begrotingsbeleid. Waarbij wel het gevaar bestaat dat de nadruk eerder zal komen te liggen op overheidsuitgaven in plaats van op *–investeringen*. Dat is een te vermijden scenario omdat het niets doet voor het structurele groeipotentieel.

Het nut van een ‘schokfonds’ is twijfelachtig

De Europese politiek, vooral ingegeven door de Franse president Macron, discussieert al geruime tijd over een ‘schokfonds’. In dergelijk systeem storten eurolanden jaarlijks een bepaald percentage van hun begroting in een gemeenschappelijke pot. Deze keert uit als een economische schok een lidstaat treft.

Vóór het ontstaan van de euro kon monetair beleid dergelijke *asymmetrische* schokken, die dus één of een beperkt aantal landen treft, counteren. Dat gaven lidstaten echter uit handen. De Europese Centrale Bank grijpt enkel in bij *symmetrische* schokken. Die de eurozone als geheel treffen.

Natuurlijk ligt zo’n schokfonds politiek gevoelig. Al snel valt de term ‘transferunie’. Waarbij vooral noordelijke eurolanden vrezen dat de transfers permanent zouden worden en de prikkel tot hervormingen helemaal zouden wegnemen in de ontvangende landen. Recent onderzoek van het Nederlandse Centraal Planbureau twijfelt bovendien aan het nut van zo’n fonds. De positieve effecten zouden marginaal zijn. Zij pleiten eerder voor het afwerken van reeds bestaande plannen. Zoals de bankenunie en kapitaalmarktunie.

Remedie 3: werk de bankenunie af

De eerste twee pijlers van de bankenunie, gemeenschappelijk toezicht en een afwikkelingsmechanisme, vragen om aanvulling met een cruciale derde pijler: een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel.

Banken zijn sterk verweven met hun nationale overheden via schuldpapier op hun balans. Op die manier houden ze elkaar in een soms verstikkende greep. Komt een overheid in de problemen, dan geldt dat ‘automatisch’ ook voor zijn banken. Waarna ook het publiek zijn

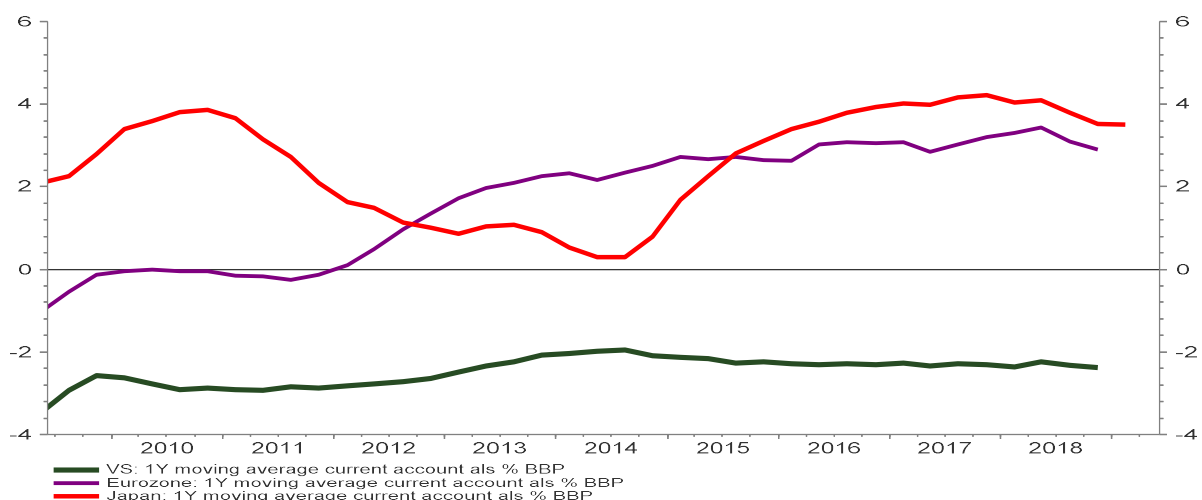
vertrouwen dreigt te verliezen. Zowel in het bancaire systeem als in de mogelijkheid van de betreffende overheid om het nationale depositogarantiestelsel te laten uitbetalen indien nodig. Dit verlies aan vertrouwen kan banken verder onder druk zetten, met in het uiterste geval zelfs een regelrechte bankrun.

Een depositogarantiestelsel op Europees niveau kan hier soelaas bieden. Niet onbelangrijk voor een regio die voor zijn bedrijfsfinancieringen vooral naar banken kijkt, zoals we al aanhaalden.

Remedie 4: laat kapitaal circuleren op een Europese kapitaalmarkt

Ook in de Verenigde Staten is de economische groei niet evenredig gespreid over de diverse staten. Toch blijkt, in geval van een asymmetrische schok, 60% van zo'n schok die één staat treft gezamenlijk te worden opgevangen. In de eurozone is dat slechts 25%. Belangrijke verklaring voor dit verschil is het bestaan van één grote Amerikaanse kapitaalmarkt. Staatsgrensoverschrijdend kapitaalbezit verspreidt 'de pijn' over diverse geografische gebieden. Daarnaast is zo'n grote kapitaalmarkt, vanuit een meer groeigericht en dynamisch perspectief, een efficiënte bron van bedrijfsfinanciering. Die ondernemingen minder afhankelijk maakt van banken.

Een eengemaakte kapitaalmarkt versoepelt de groei-gerichte doorstroming van geld. En in tegenstelling tot de perceptie, is dat geld in de eurozone ruim voor handen. Jaarlijkse boekt de eurozone een spaaroverschot van 3% tot 3,5% van zijn BBP. In concreto zo'n 350 tot 380 miljard euro. Geld dat nu zijn (beleggers)heil zoekt buiten de Europese grenzen. Meer investeringsmogelijkheden binnen de eurozone zelf, vermindert de 'noodzaak' om over de grenzen te kijken.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Figuur 5: lopende rekening t.o.v. BBP in VS, eurozone en Japan



Besluit

Ontegensprekelijk zijn er parallellen tussen de Japanse situatie en het Europese plaatje. Niet onlogisch gegeven de trends in beroepsbevolking en productiviteit en de afhankelijk van een bankensector die problemen heeft (gehad).

Anderzijds lijkt er vanuit verschillende (Europese) beleidsdomeinen nog ruimte om verdere 'Japanisering' van de economie te bekampen. Om één en ander concreet uit te werken en om de nodige kaders te schetsen, zou meer politieke eensgezindheid echter aangewezen zijn. In de praktijk zitten diverse eurolanden echter zelden op één lijn. Zo is er aarzeling om nationale bevoegdheden af te staan aan het Europese niveau. Iets wat tot een Europese kapitaalmarkt te komen bijvoorbeeld noodzakelijk is. Denk aan meer uniformisering rond toezicht op emittenten of rond de faillissementswetgeving. Daarnaast is er de permanente vrees voor de 'moral hazard': dat zwakkere landen onvoldoende inspanningen doen en 'profiteren' van de sterkere.

Toch hebben alle eurolanden er belang bij dat het structurele groeipotentieel van de muntunie als geheel en van ieder land apart een niveau hoger gaat. Al te veel socio-economische divergentie zowel tussen als binnen lidstaten, kan maatschappelijke of politieke krachten losmaken die het Europese project als geheel onderuit kunnen halen.