

De eurozone: een Japans groeiverhaal?

We mogen ons in Europa verwachten aan een tragere groei dan in het verleden. Dit zal het **"nieuwe normaal"** worden. Twee fundamentele factoren liggen hiervoor aan de basis: minder actieven (een kleinere beroepsbevolking) en een lage productiviteit, zoals al beschreven in de Marketinfo van 17 oktober. Slaat Europa dezelfde weg in als Japan? Zo ja, is dat dan een slechte zaak?

Huidige gang van zaken in de eurozone

De binnenlandse vraag is de aandrijvingskracht van de groei in de eurozone. De werkgelegenheid blijft gestaag vooruitgang boeken en de verwachtingen op dat vlak zijn het hoogst sinds de financiële crisis. De overheden zullen in 2017 bovendien iets minder moeten besparen dan de voorbije jaren.

De globale handel groeit echter aan het traagste tempo sinds 2009. Zo is de groei van onze export naar China gestagneerd sinds 2012. Dit mag geen verrassing zijn gezien de transitie van de Chinese economie van industrie naar diensten.

En het uitdoven van de extreem lage inflatie is een thema dat volgend jaar zal domineren. De daling van de olieprijs tot midden februari van dit jaar zal immers stilaan uit de inflatiecijfers verdwijnen. Volgend jaar wordt een algemene stijging van het prijspeil van iets meer dan 1,5% verwacht. Enerzijds zal deze (tijdelijke?) hogere inflatie onze koopkracht iets verminderen, anderzijds zal de consumptie ondersteund blijven door een sterke groei van de werkgelegenheid. Hoe het prijspeil op langere termijn zal evolueren, is koffiedik kijken. Hoe dan ook is de kerninflatie, zonder olie en voeding, voorlopig te laag. De Europese Centrale Bank (ECB) blijft dus wellicht obligaties opkopen om de rente laag te houden.

Gelijkenissen met Japan?

Veel economen wijzen op de opvallende gelijkenissen tussen de eurozone nu en Japan 17 jaar geleden en dit op verschillende vlakken:

- lage inflatie
- zeer lage 10-jarige staatsrente
- groei van het nominale¹ bruto binnenlands product (bbp)
- rentebeleid gevolgd door de centrale bank

Als de eurozone evolueert zoals Japan, dan kunnen we er lessen uit trekken voor de economie en de financiële markten in de eurozone voor de komende jaren.

Verloren jaren door schuldafbouw

Veel economen spreken over de zogenaamde 'verloren jaren' in Japan door een globale (nominale) groei die ter plaatste trappelt sinds midden jaren '90, op dat moment kwam de cyclus van (privé-)schuldenopbouw in Japan ten einde. Maar dit beeld is enigszins misleidend. Belangrijker is het reële inkomen per hoofd, en dit in combinatie met de afwezigheid van extreme inkomensongelijkheden. Zo ligt de groei van het reële inkomen per hoofd sinds eind jaren '90 gemiddeld rond 1% per jaar (grotendeels in lijn met de verwachte reële groei in productiviteit in ontwikkelde landen).

¹ Nominale bbp of nominale groei is de groei niet gecorrigeerd voor inflatie. Dit in tegenstelling tot reële groei waarbij wel rekening gehouden wordt met de algemene stijging van het prijspeil.

Dit groeiritme kan ook verwacht worden in Europa na de cyclus van schuldenopbouw. Bovendien is dit "goede groei" gezien het voortkomt uit productiviteitsverbeteringen en niet uit een opgeblazen groei via overdreven schuldenopbouw.

Bemoedigend is ook dat de inkomensongelijkheid in Japan niet toegenomen is de voorbije 20 jaar en bij de laagste blijft van de Westerse wereld. Qua herverdeling slaat de eurozone zeker geen mal figuur, al zijn er binnen de zone wel grote verschillen (bv. Griekenland en Spanje vs. België). Wat een ideale mate van gelijkheid is, staat evenwel niet vast. Een iets is wel duidelijk: hoe ongelijker een samenleving, hoe onstabiel en minder duurzaam ze is.

Groei en inflatie

Hoewel het reële inkomen per hoofd cruciaal is, doet de nominale groei er natuurlijk wel toe in een economie met veel schulden zoals in Europa. Met een hogere groei is het immers gemakkelijker schulden terug te betalen. Een inflatie van 2% of 3% is bijvoorbeeld beter dan 0%, wat meestal een uiting is van heel zwakke groei. De ECB probeert dan ook de inflatie (en groei) te sturen richting 2%. Maar inflatie is op korte termijn heel moeilijk te sturen. Er wordt wel eens gezegd dat inflatie is als tandpasta; eens uit de tube krijg je het er nog heel moeilijk terug in. En een uit de hand lopende inflatie moet te allen tijde vermeden worden.

De ECB controleert de geldmassa in omloop en probeert onze groei verder te stimuleren via het opkopen van staatspapier. Dat houdt de lange-termijnrente erg laag (net als in Japan), stimuleert de kredietverlening en houdt de schuldenberg beheersbaar. Ondertussen gaat de Japanse centrale bank (BoJ) nog een stapje verder in haar stimulerend beleid. Ze experimenteert met 'yield targeting', waarbij gemikt wordt op een bepaalde rente. Concreet belooft de BoJ dat de 10-jarige staatsrente niet boven 0% zal stijgen. Een piste die de ECB op termijn misschien ook moet overwegen, toch als de parallellen tussen de Japanse en Europese economie zich verderzetten.

Winsten gehalveerd

In sommige landen van de eurozone zien we tenslotte ook gelijkenissen tussen hun financiële sector en die van Japan 17 jaar geleden. Wat kunnen we daaruit leren? Een redelijk ont-nuchterende vaststelling is dat de winsten in de financiële sector daar nu gehalveerd zijn ten opzichte van hun niveau in de jaren '90.

Oorzaken?

- Na een cyclus van schuldopbouw, verliezen banken één van hun kerntaken: kredietverlening. Slechte bankkredieten (zoals bv. in Italië) blijven gedurende een lange periode een rem op een gezonde kredietverlening. Net zoals in Japan zal dit wegen op de groei in Europa de komende jaren.
- Hoge schulden maken onze economie zeer gevoelig voor stijgende obligatierendementen. De lage rente (via de ECB aankopen) is goed voor de economie, maar slecht voor de banksector: die drukt immers op de marges die banken kunnen nemen en dus op de winsten.
- En net zoals in Japan, nemen sommige Europese banken (te) veel tijd om de omvang van hun slechte kredieten volledig te erkennen en snel af te schrijven, wat weegt op hun verdere solvabiliteit en kredietverlening.

Besluit

De eurozone blijft op een trage maar consistente manier groeien. Op basis van de actieve bevolking, productiviteitsgroei en lessen uit het Japanse verhaal, mag dit geen verrassing zijn. De schuldafbouw van de laatste jaren bemoeilijkt het herstel, maar is op zich geen ramp, integendeel. Zo kunnen we op termijn immers op een structureel gezondere manier groeien.

Deze Marketinfo kwam tot stand met recente analyses uit Oxford Economics en BCA Research, twee onafhankelijke studiebureaus.

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Bank & Verzekeringen