

DE LESSEN UIT **30 JAAR ECONOMISCHE STAGNATIE IN JAPAN**

‘Lagere belastingen zijn de enige uitweg’

Nu de ECB de rente tot 2021 op nul heeft gebetonneerd, dreigt Europa het nieuwe Japan te worden. Of dat schrikbeeld uitkomt, zal de toekomst uitwijzen. Intussen kan Europa belangrijke lessen trekken uit het Japanse scenario van de afgelopen dertig jaar. **Jef Poortmans**

In crisissen loopt Japan twintig jaar voorop de Europese Unie. Eind jaren tachtig barstte in het Aziatische land een gigantische huizenzeepbel, acht jaar later volgde een economische en financiële crisis. Sindsdien is de economische groei er nooit echt van de grond gekomen.

De Japanse crisismix was dezelfde als de Europese: een financiële zeepbel gevolgd door een financieel-economische crisis, die te lijf werd gegaan met een monetaire verruiming en een lagerentebeleid. Daarom wordt het Japanse scenario in Europa vaak als schrikbeeld naar voren geschoven. Maar Europa trekt er niet de juiste lessen uit. Bovendien is dat schrikbeeld onterecht.

Alles begint bij demografie

Proeftuin Japan luidt de titel van hoofdstuk 5 in het boek *Over de dijken* van Coen Teulings. “Wat in de afgelopen vijftien jaar in Japan is gebeurd, is een voorbode van wat in Europa zal gebeuren”, stelt de voormalige hoofdeconoom van het Centrale Planbureau in Nederland en hoogleraar aan Cambridge en de universiteit van Utrecht.

Alles begint bij demografie. Het probleem van zowel Japan als Europa is dat het jongste deel van de bevolking kleiner is dat het oudste deel. “Japan zit vijftien jaar verder op het vergrijzingspad dan Europa”, legt hij uit. “Naarmate het pensioen nadert, begint die oudere cohorte te sparen. Die trend begon in

economische crisis hebben die spaartrend erger gemaakt. Ook daarin loopt Japan vijftien jaar voorop. Jammer genoeg heeft Europa er niet de juiste lessen uit getrokken, oordeelt Richard Koo, hoofdeconoom bij de Japanse zakenbank Nomura en voormalig econoom bij de Federal Reserve van New

“Iedereen geeft Mario Draghi de schuld voor de lage rente in de eurozone, maar dat is flauwekul”

COEN TEULINGS, HOOGLEERAAR ECONOMIE CAMBRIDGE EN UNIVERSITEIT UTRECHT

Japan vanaf de jaren negentig en heeft nu zijn top bereikt, met optimaal gevulde spaarpotten. Daarom is de rente in Japan de afgelopen jaren zo laag gebleven.”

In Europa is die spaartrend nu aan de gang. “Daarom voorspel ik dat de rente in Europa de komende tien tot vijftien jaar laag blijft”, aldus Teulings. “Iedereen geeft Mario Draghi de schuld voor de lage rente in de eurozone, maar dat is flauwekul.” Het barsten van een financiële zeepbel en de daaropvolgende

York. “Aan het einde van de jaren tachtig hadden we een enorme vastgoedzeepbel. De tuin van het keizerlijk paleis alleen al was meer waard dan de staat Californië. Mensen gingen schulden aan om snel nog van de waarde stijgingen mee te pikken. Toen de bubbels barstten, bleven de schulden, maar stortten de vastgoedprijzen in. Dat vernietigde de financiële balansen van de privésector.”

Wat volgde, legt Richard Koo uit als een balansrecessie (*balance sheet reces-*

JAPAN
“We moeten het land niet zien als een probleem, maar als een succes.”

➤ sion), een term die hij muntte. Dat type recessie is anders dan een gewone economische krimp. “De gezamenlijke Japanse private sector begon schulden af te betalen met de kasstromen die ze nog uit lonen en bedrijfsvoering haalde”, legt Koo uit. Zo daalde de rente tot nul, want tegenover die schuldafbetalingen en spaaropbouw stonden geen ontleners of investeerders om de economie draaiende te houden.

“Gelukkig nam de Japanse overheid de rol van kredietnemer op zich. Daarmee hield ze de economie staande in de jaren na de crisis”, verklaart Koo. “Ze belette dat het bruto binnenlands product daalde en zorgde ervoor dat bedrijven en gezinnen inkomens hadden om hun balansen te herstellen. Dat duurde bijna vijftien jaar.” Nu hebben de Japanse bedrijven de gezondste balansen ter wereld, met weinig tot geen schulden.

Verstikkende begrotingsregels

Met die ervaring op zak waarschuwt Richard Koo al jaren voor de kwalijke gevolgen van het Europese Stabieliteits- en Groeipact (SGP). Dat verbiedt lidstaten een begrotingstekort te boeken van meer dan 3 procent van het bbp.

Een kwalijke regel, meent Koo: “De overheden moeten meer dan 3 procent kunnen lenen als de privésector meer dan 3 procent bespaart, zelfs tegen een nulrente. Kijk naar Spanje of Ierland, waar bedrijven en gezinnen meer dan 7 procent per jaar besparen. De over-

“Europeanen die hier toe komen, hebben vaak als eerste reactie: ‘Als een recessie er zo uitziet, laat maar komen’” - RICHARD KOO, HOOFDECONOMIE NOMURA RESEARCH INSTITUTE

heid mag maar een tekort van 3 procent boeken. Wat gebeurt er met die overige 4 procent?”

Het Europese recept is even pijnlijk als onnodig, meent de Japanse econoom. “De enige weg voor Europese lidstaten naar economisch herstel binnen de Europese begrotingsregels is via interne deflatie. Dat is een heel pijnlijke oplossing voor de bevolking en volkomen onnodig als je echt weet hoe een balansrecessie verloopt”, stelt hij.



JAPAN
Op de piek van de vastgoedbelasting was de tuin van het keizerlijk paleis meer waard dan de staat Californië.

Ook Coen Teulings erkent dat die oplossing voor Europa moeilijk ligt: “Europa heeft geen eengemaakt fiscaal en budgettaire beleid. de Franse president

belastingen te verhogen”, weet Richard Koo. Het gevolg was een economische crisis. “De economie kromp vijf kwartalen op rij en het bancaire systeem stortte in elkaar”, vertelt de econoom levendig. Hij stippelde voor de Japanse overheid het economische herstel uit. Overheidsstimulus stond daarin centraal. “De budgettaire stimuli van de overheid houden de Japanse economie al meer dan twintig jaar gaande. Het bbp is nooit onder het niveau van voor de zeepebel van eind jaren tachtig gezakt”, legt Koo uit. Die boodschap wil Europa maar niet begrijpen. Nochtans is de oplossing eenvoudig: “Overheden moeten een groter begrotingstekort dan 3 procent van het bbp kunnen boeken als de privésector voor meer dan 3 procent bespaart om schulden af te betalen.” De huidige lage rente is daarom een uitgelezen kans, volgens de Japanse econoom. “Stel dat België 1 procent op zijn overheidsschuld betaalt. Als de België-

sche overheid daarmee projecten financiert met een maatschappelijk opbrengst van meer dan 1 procent, dan legt ze daarmee geen beslag op toekomstige belastingbetalers. Die redenering is jammer genoeg ook hier nog niet doorgedrongen.”

Bij een volgende recessie in de eurozone ziet ook Coen Teulings geen heil in budgettaire verstrakking. “Een belangrijke les van Japan is dat er maar een manier is om uit een crisis te geraken: onmiddellijk de belastingen verlagen”, legt hij uit. “De juiste reactie op oplopende overheidsschulden door een crisis is geen belastingverhoging, maar juist een verlaging.”

Interne kapitaalvlucht

Een bijkomend Europees probleem is de versnipperde markt voor overheidsobligaties. “Als het economisch even tegenzit in de eurozone, vlucht het kapitaal naar obligaties van veilige landen,

zoals Duitsland en Nederland”, stelt Coen Teulings. “Daarmee komen de financieel minder gezonde landen verder in de problemen.”

Anders dan in de eurozone, is in Japan de overheidsschuld grotendeels in Japanse handen. Slechts 11 procent van overheidsobligaties zit bij buitenlandse investeerders. In de eurozone is dat veel meer versnipperd, wat ze kwetsbaarder maakt voor schokken. Duits staatspapier is de veilige haven voor investeerders, in tegenstelling tot Zuid-Europees schuld papier. Daardoor hebben de Club Med-landen minder budgettaire ruimte om te investeren wanneer dat echt nodig is.

Ook voor die kapitaalvlucht in de eurozone heeft Koo een oplossing. Spaanse institutionele investeerders moeten worden aangemoedigd Spaans spaargeld te beleggen in eigen overheidsobligaties en niet in Duitse. “Dat kan door een lager risicogewicht aan

nationaal schuld papier te geven”, legt Koo uit. Dan is het voor Spaanse banken en investeerders goedkoper in binnenlands overheidspapier te beleggen.

Een belangrijk verschil is dat de eurozone minder goed dan Japan is uitgerust om met de opgelopen staatsschuld om te gaan. Door het budgettaire beleid is de Japanse overheidsschuld de hoogste ter wereld, net geen 200 procent van het jaarlijks bbp, volgens de Wereldbank. De Belgische staat volgens Eurostat op 103 procent en die van de eurozone op 87 procent. “Als Japan moeite krijgt de staatsschuld af te lossen, is het meest logische scenario dat de inflatie oploopt, de yen devalueert en daarmee de schulden minder waard worden”, legt Teulings uit. “Dat is niet mogelijk in een muntunie als de eurozone. Daarom zijn we in Europa zo bang voor te hoge staatsschulden.”

Monetair beleid is overschat

Een andere Japanse les is dat monetair beleid in een balansrecessie weinig uithaalt. “De invloed van de centrale banken is overschat”, stelt Koo. “Als de private sector collectief zijn balansen herstelt, zijn er geen kredietnemers en heeft monetair beleid geen impact. Dan moet men inzetten op het budgettaire.”

De Japanse centrale bank heeft net zoals de Amerikaanse en de Europese een zeer soepel monetair beleid gevoerd door massaal overheidsobligaties op te kopen. Ze ging zelfs een stap verder en kocht aandelen op via indexfondsen. Zo is de Japanse overheid hoofdaandeelhouder in de belangrijkste nationale beursgenoteerde bedrijven.

Een Japans scenario is niet zo rampzalig als Europese economen en politici doen uitschijnen. “We moeten Japan niet zien als een probleem, maar als een succes”, stelt Coen Teulings. “Akkoord, de groei is er laag, maar de bevolking groeit ook niet. Daarmee is de bbp-groei per capita er buitengewoon bevredigend.” In 2017 lag die in Japan op 1,9 procent, tegenover 2,1 procent voor de eurozone. Het reële bbp per hoofd van de bevolking is hetzelfde.

“Europeanen die hier aankomen, hebben vaak als eerste reactie: ‘Als een recessie er zo uitziet, laat maar komen’”, voegt Richard Koo toe. ©