**Het Japanse staatsschuldscenario**

NRC, 11-6-2014

Menig commentator heeft zich de afgelopen jaren afgevraagd of de Eurozone in het Japanse scenario zou belanden. Die commentaren zijn vanaf nu overbodig: daar zit de Eurozone inmiddels midden in. Begin jaren negentig raakte de Japanse economie in een financiële crisis, waar het land sindsdien niet meer is uitgekomen. Lage groei, lage inflatie (vaak zelfs deflatie), en een lage reële rente. De overheidsschuld is er juist zeer hoog, ruim twee keer het nationaal inkomen. Men spreekt voor Japan wel van een “lost decade”. Dat zijn er inmiddels niet één, maar twee. Dat het Japan na 25 jaar nog steeds niet gelukt is deze crisis achter zich te laten wil niet zeggen dat de Eurozone hetzelfde lot wacht. Dan moet daar echter wel over worden nagedacht, temeer daar Japan toen en Europa nu één ding gemeen hebben: ze vergrijzen in hoog tempo.

Stelt u zich voor: een eiland economie, grotendeels afgesloten van de internationale kapitaalmarkt, met een vergrijzende bevolking, waar de ondernemersklasse het vertrouwen in de toekomst is kwijtgeraakt. Voor het gemak doen we net of deze economie maar één ding produceert: rijst. De oudere werknemers in deze eilandeconomie zijn eigenlijk maar met één ding bezig: hoe krijg ik na mijn pensioen rijst op de plank? Hun antwoord ligt voor de hand: meer sparen.

Voordat we ons in de financiële structuur verdiepen, is het nuttig te bedenken wat dit voor de reële economie vereist. Dat is namelijk simpel: rijst kun je niet lang bewaren, dus een deel van de rijst die over tien jaar wordt geoogst, zal moeten worden gebruikt voor de oudere werknemers van nu die tegen die tijd gepensioneerd zullen zijn. De toekomstige werkenden zullen dus een deel van hun oogst moeten afstaan om de gepensioneerden te voeden. En waarom zijn zij daartoe bereid? Omdat de daarop volgende generatie hopelijk hetzelfde zal doen. Was het eiland aangesloten op de internationale kapitaalmarkt, dan had het pensioengeld elders kunnen worden belegd. Had de ondernemersklasse vertrouwen gehad in de toekomst, dan had het geld op het eiland geïnvesteerd kunnen worden, zodat de pensioenen uit het rendement op die investeringen betaald hadden kunnen worden. Beide wegen zijn echter onbegaanbaar. Dat is precies waar Larry Summers en Paul Krugman recent op gewezen hebben: de afgelopen decennia waren er te weinig renderende beleggingsmogelijkheden in de wereld om alle besparingen in te beleggen. Dus resteert maar één alternatief: de toekomstige werkenden voeden de toekomstige gepensioneerden, van generatie op generatie.

Tot zover de reële economie. Wat betekent dat voor de financiële economie? Er zijn twee smaken, niet meer. Eén: de overheid organiseert een omslagstelsel voor pensioenen. Zij heft belastingen waaruit de lopende pensioenen worden betaald. Werkenden hoeven dan niet te sparen voor hun pensioen, daar zorgt de overheid voor. Twee: werkenden sparen zelf voor hun pensioen. Maar waarin kunnen zij hun besparingen beleggen? Het buitenland kan niet, de ondernemersklasse is in shock, dus blijft alleen staatsschuld over. Werkenden kopen overheidsobligaties als reserve voor hun oude dag, gepensioneerden verkopen hun eerder gekochte obligaties voor hun pensioen. Iedereen gelukkig. Maar dan moet er wel voldoende staatsschuld zijn.

Een vergrijzende en stagnerende economie met een gesloten kapitaalmarkt - Japan twintig jaar terug, de Eurozone nu - heeft dus maar twee opties: een omslagstelsel of een hoge staatsschuld. Andere opties zijn er niet. Het zal voor de Eurozone dus niet eenvoudig zijn de staatsschuld terug te brengen tot onder de 60%, niet uit fiscale onwil, maar vanwege een tekort aan andere beleggingsmogelijkheden.

Zijn er dan echt geen andere alternatieven? Toch wel, alhoewel sommige daarvan nog minder aantrekkelijk zijn dan de hier geschetste twee. Maar mijn woorden zijn op, over twee weken meer. Voor nu rest slechts de boodschap: de Europese ambitie van een snelle reductie van de staatsschuld is vermoedelijk zowel onmogelijk als ongewenst.