



## Inflatie: gevaarlijk medicijn voor Japan

**Auteur(s):**

Berg, A.A. van den  
Jong, J.L.M. de  
Marini, G.M.

*De auteurs zijn werkzaam bij het economisch bureau van ABN-Amro.*

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4216, pagina 601, 27 augustus 1999

**Rubriek:**

Discussie

**Trefwoord(en):**

monetaire, economie

*Heeft Japan inflatie nodig om te herstellen van de huidige economische problemen? Het medicijn is waarschijnlijk ineffectief, en brengt grote risico's met zich.*

**In ESB van 11 juni geven Jansen, Langedijk en Nijse (JLN) de Japanse autoriteiten interessante adviezen. Centraal staan het verhogen van de inflatie(verwachtingen) door monetaire financiering van het overheidstekort en het formuleren van een lange-termijn inflatiedoelstelling van 3%. Tevens wordt aanbevolen de overheidsuitgaven te vergroten en de belastingen te verlagen<sup>1</sup>.**

Gegeven de economische moeilijkheden in Japan ziet men dergelijke adviezen tegenwoordig wel vaker, doorgaans uit de academische hoek. Paul Krugman is de meest prominente voorvechter. JLN zijn echter werkzaam bij De Nederlandsche Bank en het ministerie van Financiën, maar DNB noch Financiën staan bekend om dit soort onconventionele suggesties. Een overheid met een begrotingstekort van zo'n 9% van het bbp en een bruto staatsschuld van circa 100% bbp wordt in Europa van officiële zijde zelden aangemoedigd een expansief begrotingsbeleid te voeren. Monetaire financiering via de aankoop van overheidsobligaties door de centrale bank is in het EMU-gebied zelfs in het geheel verboden. In zijn column in *Het Parool* spreekt Jan Pen dan ook (instemmend) van "vloeken in de kerk".

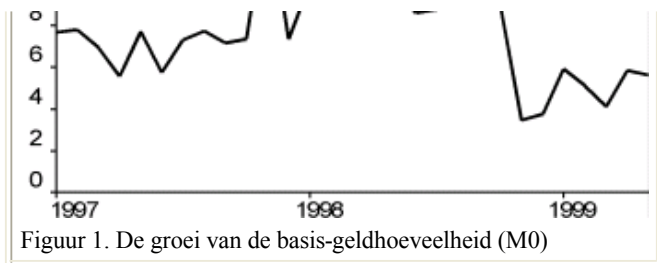
Het feit dat de adviezen ongebruikelijk zijn en dat ze uit onverwachte hoek komen, neemt niet weg dat ze uiterst zinvol kunnen zijn. In ieder geval maakt het de suggesties interessant en het artikel verdient aandacht. Wij menen echter dat er een aantal kritische vragen geplaatst kan worden bij de argumentatie van JLN. Allereerst lijkt het ons geenszins zeker dat de voorgestelde strategie werkelijk tot een herstel leidt. Tevens denken we dat de auteurs zich onvoldoende rekenschap geven van de risico's die de door hen voorgestelde strategie impliceert. 'Baat het niet, dan schaadt het niet' is onder de huidige omstandigheden een gevaarlijk uitgangspunt.

### Het manco van een expansief monetair beleid

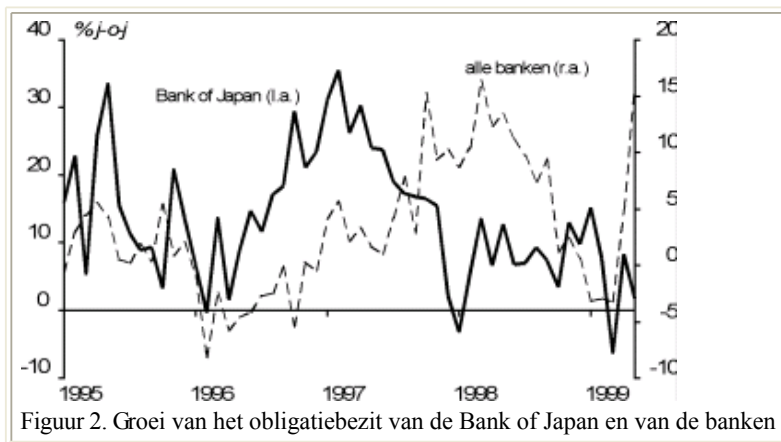
JLN betogen dat de Bank of Japan een 'managed inflation policy' zou moeten voeren door een agressieve expansie van de basisgeldhoeveelheid. Over de manier waarop zijn JLN echter niet eenduidig. Zij spreken over het drukken van geld in plaats van obligatie-uitgifte (blz. 5 van het uitgebreide artikel). Het is niet geheel duidelijk hoe één en ander uitpakt op de balans van de Bank of Japan. Men moet ervan uitgaan dat de Japanse overheid schuldtitels aan de Bank of Japan zal geven in ruil voor geld<sup>2</sup>. Dit zal bij het publiek evenwel de verwachting tweeweg brengen dat in de toekomst de belastingen omhoog zullen moeten om de schuld weer af te lossen. Het publiek zal hierop anticiperen door extra te sparen. Dit verschijnsel (Ricardiaanse equivalentie) wordt door economen (inclusief JLN) als één van de grootste problemen van de Japanse economie gezien. Een tweede voorstel betreft het massaal kopen van overheidsobligaties door de Bank of Japan op de secundaire markt. Feitelijk heeft de Bank of Japan een dergelijke strategie al eens geprobeerd, zonder de door JLN verwachte resultaten.

Vanaf januari 1996 tot juli 1998 kocht de centrale bank overheidsobligaties ter waarde van 200 miljard dollar (5% van het totale Japanse bbp), met grote gevolgen voor de geldhoeveelheid. Eind 1997 en in eerste helft van 1998 werden stijgingen van de basisgeldhoeveelheid gemeten van meer dan 10% op jaarbasis (figuur 1). Het effect op de reële economie was echter nihil. Uit het obligatiebezit van banken kan afgeleid worden dat een deel van de extra liquiditeiten gebruikt werd om ook overheidsobligaties te verwerven, en niet voor kredietverlening, al is de dalende rente wellicht de belangrijkste factor geweest achter de stijging van de waarde van het obligatiebezit (figuur 2). Andere cijfers geven weer dat banken eveneens meer geld bij buitenlandse banken hebben uitgezet. De monetaire injectie werd ingebracht in de financiële markten en bleef daar ook. Dit uitte zich tevens in de zogenaamde 'geld multiplier' (M3/M0) die een aanzienlijke daling liet zien samenvallend met de periode waarin de Bank of Japan obligatieaankopen deed (figuur 3). Cijfers voor Duitsland en de vs wijzen juist op een stabiele geld-multiplier.

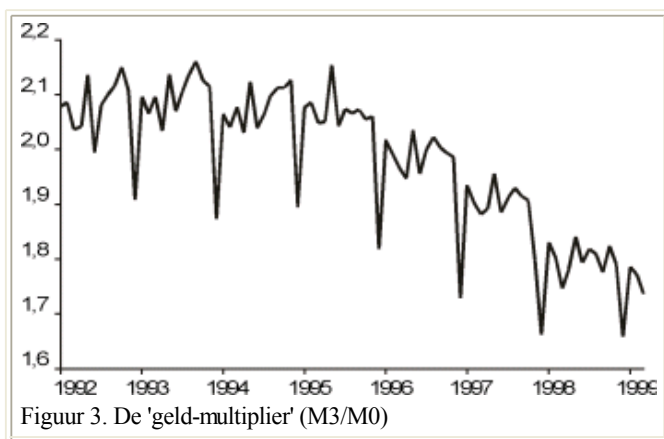




Figuur 1. De groei van de basis-geldhoeveelheid (M0)



Figuur 2. Groei van het obligatiebezit van de Bank of Japan en van de banken



Figuur 3. De 'geld-multiplier' (M3/M0)

De beslissing van banken om het geld niet door te geven aan de particuliere sector was rationeel. Ten eerste was het winstgevend om obligaties te kopen. De extra vraag naar overheidspapier creëerde immers stijgingen van obligatieprijzen, waardoor banken grote koerswinsten konden incasseren. Hieruit blijkt het enigszins tegenstrijdige karakter van de strategie. Als op overtuigende wijze de inflatieverwachtingen zouden zijn verhoogd, dan zou zich dat geuit hebben in een (beperkte) stijging van de nominale lange rente. Maar het gebruikte instrument, de aankoop van overheidsobligaties, drukte de lange rente per saldo juist.

Ten tweede heeft het Japanse bankwezen te kampen met slechte leningen. De extra liquiditeiten zorgden er voor dat de bankbalansen weer konden worden opgepoetst, omdat voor Japanse staatobligaties geen solvabiliteitsbeslag geldt. Natuurlijk speelt hierbij mee dat de yield curve enorm vervlakte op het moment dat de Bank of Japan de monetaire impuls toediende. Het bankwezen is echter gebaat bij een steile yield curve, omdat doorgaans kort wordt gefinancierd en lang wordt uitgezet. Kredietverlening werd dus steeds minder winstgevend. Een andere aanwending van de liquiditeiten was het uitlenen van middelen aan buitenlandse partijen. Op deze wijze zorgde de expansieve monetaire politiek in Japan voor de opkomst van de befaamde, of beruchte, yen-carry-trade.

Het succes van het voorstel om de schuld te monetiseren is met veel onzekerheid omgeven. Het is twijfelachtig of onder de huidige omstandigheden inflatieverwachtingen kunnen worden aangewakkerd. JLN stellen een officiële inflatiedoelstelling van 3% voor. Wij betwijfelen of de voorgestelde maatregelen hiertoe zullen kunnen leiden. Zo niet, en zonder structurele bankhervormingen, komt monetisering neer op het (verder) opblazen van de zeepbel <sup>3</sup>.

### Mogelijke reacties van de particulier sector

Volgens JLN is inflatie(verwachting) nodig om de reële rente onder nul te brengen. JLN betogen dat op deze wijze consumenten kunnen worden aangezet tot minder besparingen (meer consumptie), en bedrijven tot het doen van investeringen. Een dergelijke reactie is geenszins gegarandeerd. Japanse gezinnen hebben het de laatste tien jaar zwaar te verduren gehad. Beleggingen in aandelen hebben slecht geredend en op de onroerend-goedmarkt zijn zware verliezen geïncasseerd. Een beleid gericht op het oppeppen van de inflatie, en dus het uithollen van de reële waarde van besparingen, zal bij de bevolking niet op een warm onthaal mogen rekenen. De leeftijdsopbouw van de bevolking, onduidelijke pensioenvooruitzichten, de hoge prijs van onderwijs en de matige arbeidsmarktvooruitzichten maken het mogelijk dat een lagere reële rente tot een perverse reactie van hogere besparingen leidt, zoals wel meer voorkomt bij 'doelspaarders'. Bij bedrijven is nog minder duidelijk waarom verwacht mag worden dat de investeringen zullen stijgen. De Japanse economie kenmerkt zich door overcapaciteit, er is geen noodzaak tot aanzienlijke investeringen. Bovendien vormen bedrijfsinvesteringen niet één van de bestedingscomponenten die een conjunctureel herstel in een vroeg stadium trekken.

## Risico's

Naast twijfel over de effectiviteit van monetisering menen wij dat er behoorlijke risico's kleven aan een dergelijke strategie. Eén hiervan is reeds aangestipt. Indien de gecreëerde liquiditeiten niet hun gang in de reële economie vinden, blijven ze in het financiële circuit en wordt een zeepbel gefinancierd (op de aandelenmarkt, obligatiemarkt, of in de vorm van kapitaalexport). Mocht besloten worden dat het beleid niet werkt en omgekeerd moet worden, dan barst deze zeepbel.

Een ander risico betreft het wisselkoerseffect. JLN betogen, terecht, dat de voorgestelde strategie zal leiden tot een depreciatie van de yen. Zij nemen zelfs een schatting van Krugman over die een initiële daling van 25% voorziet. Natuurlijk is het zo dat een dergelijke beweging de Japanse conjunctuur ondersteunt en bijdraagt aan inflatie. Ook in onze optiek zal de export een cruciale rol moeten vervullen in het conjunctuurherstel. Het 'omhoogpraten' van de yen, zoals af en toe gebeurt, is inderdaad waanzin. Dat neemt niet weg dat een depreciatie niet zonder gevolgen voor de regio zal blijven. JLN doen daar te luchtig over. Zo betogen zij dat een devaluatie van China onwaarschijnlijk is aangezien de yuan niet convertibel is en China beschikt over omvangrijke deviezenreserves. Het is om die reden inderdaad onwaarschijnlijk dat zich een succesvolle speculatie tegen de Chinese munt zal voordoen. Hiermee is het gevaar echter niet afgedaan. De Chinese autoriteiten waren niet enthousiast over de yen-depreciatie vorig jaar. Een nieuwe daling van de yen zal de economische problemen in China vergroten, hetgeen het risico van een devaluatie geïnitieerd door de autoriteiten doet toenemen. Bovendien zal een devaluatie in zo'n situatie China's inspanningen om lid te worden van de wto niet beschadigen omdat de Chinese autoriteiten makkelijk kunnen wijzen naar het bewuste depreciatie-beleid van Japan. Een yuan-devaluatie zou een nieuwe ronde van depreciaties in de regio kunnen uitlokken. De andere Aziatische economieën zijn veel minder kwetsbaar geworden dan een jaar geleden, maar enthousiasme voor een forse yen-depreciatie, zeker als daaraan een Chinese devaluatie gekoppeld wordt, zal gering zijn. In tegenstelling tot JLN denken wij dat een belangrijk deel van de Aziatische economie (Korea, Singapore, Taiwan, Hong Kong) wel degelijk concurreert met Japan op derde markten zodat een depreciatie met maar liefst 25% pijnlijk is. Verder voeren JLN aan dat Azië juist profiteert van een herstel in Japan en dat dat belangrijker is dan een verlies aan relatieve concurrentiekracht. Wij betwijfelen dit en merken op dat het haaks staat op wat Krugman hierover zegt: '...even a large recovery in Japanese output would have only a small locomotive effect [on the rest of Asia] unless accompanied by a substantial strengthening of the yen'<sup>4</sup>.

Een risico verbonden aan een (succesvolle) monetiseringstrategie is dat de prikkel voor structurele hervormingen vermindert. Structurele hervorming blijft echter absoluut noodzakelijk en wij menen dat JLN het belang ervan onderschatten. Het feit dat de Japanse economie in het verleden soms sterk gegroeid is impliceert geenszins dat het dus niet aan de structurele problemen kan liggen. Hooguit laat het zien dat er factoren kunnen bestaan die de structurele rigiditeiten in voldoende mate compenseren om een aantrekkelijk groeitempo te behalen gedurende een periode. Verder is het denkbaar dat politici elke vorm van begrotingsdiscipline verliezen. Een laatste bezwaar is de invloed op de yield curve. Door grootschalige aankoop van staatsobligaties door de Bank of Japan zal de curve vervlakken. Dit is niet gunstig voor het bankwezen. De hervatting van de normale rol van banken in het financiële intermediatieproces wordt er niet door in de hand gewerkt, integendeel. Ook de invloed op de korte kant van de curve is gevaarlijk. Om een positieve helling van de curve te bewaren, is er een neiging om de geldmarktrente steeds dichter naar nul te drukken, dan wel daar te houden. Het gevolg hiervan is dat de geldmarkt opdroogt, omdat er geen beloning meer is voor uitzettingen. Het feitelijk verdwijnen van de geldmarkt kan tot instabiliteit leiden bij schokken.

## Conclusie

De strategie die door JLN wordt voorgesteld is interessant en zou kunnen werken. Met nadruk zeggen wij kunnen, omdat succes onder de huidige omstandigheden twijfelachtig is. Wij menen dat er risico's zijn, die tot grote terughoudendheid aanleiding zouden moeten geven, aangezien een mislukking van het beleid tot aanzienlijke schade kan leiden. De Bank of Japan zal de risico's zorgvuldig afwegen en bevreesd zijn dat een mogelijk falen van een dergelijke, onconventionele strategie de geloofwaardigheid van het monetaire beleid voor langere tijd zal schaden. Daarmee is het onwaarschijnlijk dat de Bank of Japan vrijwillig voor een dergelijk beleidsaanpak zal kiezen.

Ons belangrijkste bezwaar is dat, ondanks recente verbeteringen, het bankwezen niet de normale intermediatiefunctie vervult. JLN geven dit in hun artikel ook zelf aan. Dat maakt dat een vergroting van de basisgeldhoeveelheid in de financiële economie blijft hangen. Inflatie (verwachtingen) worden hierdoor niet bevorderd. Het enige dat wordt bereikt is dat prijzen voor vermogenstitels worden opgedreven naar onterechte, onhoudbare niveaus. De onvermijdelijke correctie kan uiteindelijk veel schade berokkenen

---

<sup>1</sup> W.J. Jansen, S.N.J. Langedijk en P.A. Nijssen, [Waarom Japan inflatie nodig heeft](#), *ESB*, 11 juni 1999, blz. 444-448. Een uitgebreide versie is bij de auteurs opvraagbaar.

<sup>2</sup> Onder artikel 5 van de Fiscale Wet van 1947 wordt het de centrale bank verboden om obligaties met een looptijd van meer dan een jaar direct van de overheid te kopen. Volgens deze wet zou een uitzondering gemaakt kunnen worden onder speciale omstandigheden. Het parlement moet hierover beslissen en vervolgens een limiet stellen aan het aantal obligaties dat de Bank of Japan mag onderschrijven. Wel is het de Bank of Japan toegestaan op de secundaire markt obligaties te kopen.

<sup>3</sup> Sommigen wijzen op het verschil tussen de Japanse en de traditionele zeepbel. Deze laatste ontstaat tijdens een periode van hoogconjunctuur en barst als de economische ontwikkeling vertraagt. De Japanse zeepbel ontstond door overmatige liquiditeitscreatie in een periode van laagconjunctuur en door de problemen in het bankwezen: liquiditeiten worden niet gebruikt voor kredietverlening maar voor investeringen in vermogensobjecten. Op het moment dat de economie weer aantrekt en het monetaire beleid verkraapt, zal dat leiden tot de verkoop van vermogensobjecten en een daling van de koersen.

<sup>4</sup> Paul Krugman, 'It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap', september 1998, (Internetversie) blz.61-62. Krugman zegt hier verder: "Typical estimates of the short-run income elasticity of import demand are around 2; given Japan's import share in GDP of approximately 0,1, this means that a 5-percentage point recovery would, at an unchanged real exchange rate, reduce Japan's surplus by roughly 1% of GDP, or some \$35 billion. Since only a fraction of this swing would come vis-à-vis troubled emerging economies, we are actually talking about a fairly small change here."

