



Waarom Japan inflatie nodig heeft

Auteur(s):

Jansen, W.J.
Langedijk, S.N.J.
Nijse, P.A.

Jansen is werkzaam bij de Nederlandsche Bank, Langedijk en Nijse bij het ministerie van Financiën. De auteurs zijn Carel van den Berg, Peter van Bergeijk, Laura van Geest, Irene de Greef, Aerd Houben, André de Jong, Jacob Meesters en Wouter Raab erkentelijk voor hun commentaar. Een langere versie van dit artikel is aan te vragen bij Jos Jansen ([email: w.j.jansen@dnb.nl](mailto:w.j.jansen@dnb.nl) > w.j.jansen@dnb.nl) en later dit jaar ook op de website van DNB.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4208, pagina 444, 11 juni 1999

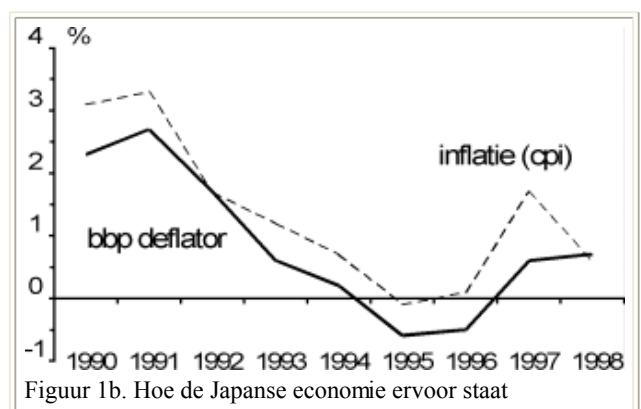
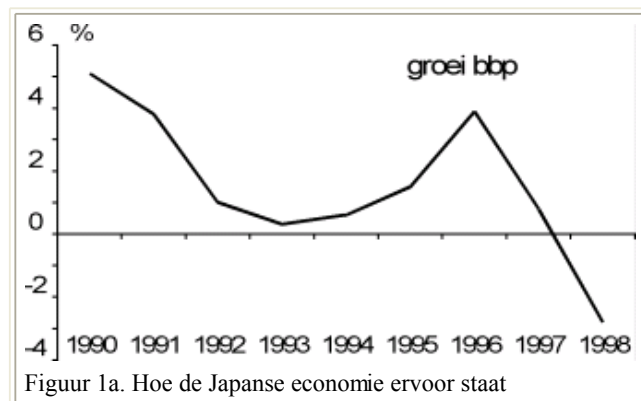
Rubriek:**Trefwoord(en):**

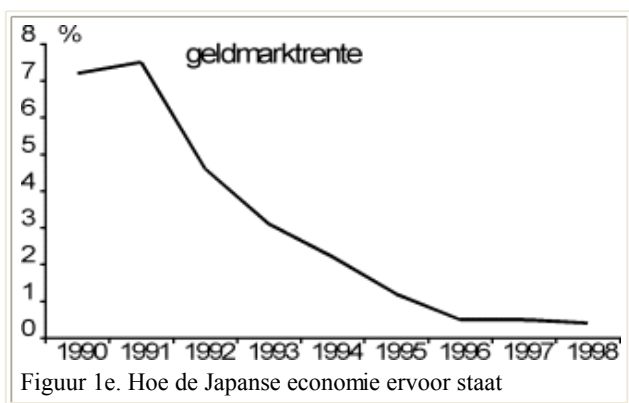
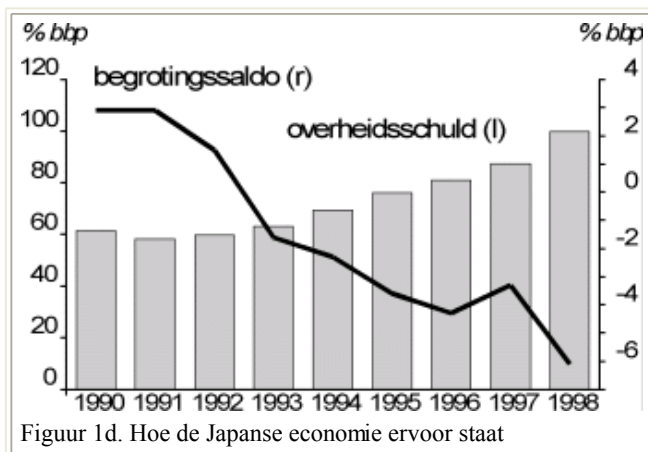
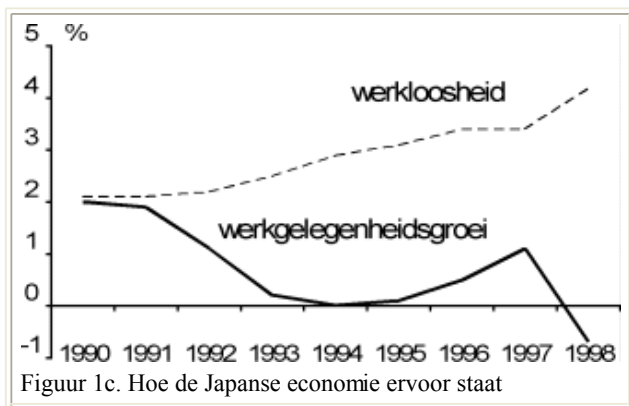
monetaire, economie

Japan bevindt zich in een liquiditeitsval. De enige manier om de deflatoire spiraal te doorbreken is het negatief maken van de reële rente door het opwekken van inflatieverwachtingen. Alle instrumenten van macro-economisch beleid moeten daarvoor worden ingezet. De centrale bank dient een expliciete inflatiedoelstelling te krijgen, de overheidsuitgaven moeten omhoog, de consumptiebelasting kan tijdelijk omlaag, het begrotingstekort behoeft monetaire financiering, en de bankensector moet zo snel mogelijk worden gesaneerd.

Eén van de belangrijkste economische raadsels van de jaren negentig is de crisis in Japan. Hoe is het mogelijk dat het waarschijnlijk meest succesvolle industrieland uit de naoorlogse periode in zulke grote problemen is geraakt? In de periode 1970-91 bedroeg de reële bbp-groei in Japan gemiddeld 4,2% per jaar, terwijl de VS en de EU niet verder kwamen dan 2,5% respectievelijk 2,6%. In de jaren 1992-98 was de jaarlijkse groei in Japan echter slechts 0,6%.

[figuur 1a](#), [figuur 1b](#), [figuur 1c](#), [figuur 1d](#) en [figuur 1e](#) schetsten een beeld van de spectaculaire neergang. Op het ogenblik dreigt er een deflatoire spiraal van dalende bestedingen, productie, inkomens, werkgelegenheid en prijzen. In 1998 daalde het bbp met 2,8% en de industriële productie met 6,9%, terwijl de inflatie op twaalf-maandsbasis in maart -0,5% was. De Japanse economie is ook in de liquiditeitsval terechtgekomen. Jarelang is de rente op de Japanse geldmarkt slechts 0,5% geweest, en recentelijk is deze rente zelfs verder verlaagd tot 0%. Het is voor het eerst sinds de jaren dertig dat een geïndustrialiseerd land in een dergelijke extreme situatie verkeert.





De macro-economische problemen worden verergerd door het nog steeds onopgeloste saneringsprobleem van het Japanse bankwezen. De banken gaan gebukt onder een enorme portefeuille van slechte leningen, die door sommige analisten op dertig procent van het bbp wordt geschat. Sinds 1997 proberen de banken hun balansen te verbeteren door vooral de kredietverlening sterk te beperken. In 1998 is het uitstaande kredietbedrag met 4,7% gedaald. Dit verergerd de recessie, wat via meer betalingsproblemen en faillissementen het probleem van de slechte leningen weer ernstiger maakt.

Inmiddels is er een gapend gat ontstaan tussen de gerealiseerde productie en het potentieel van de economie. Schattingen van deze zogenaamde output gap lopen uiteen, maar 7% is een redelijke gok¹. Vooral nog lijkt er aan de negatieve ontwikkelingen geen einde te komen. De meest recente ramingen door de OESO en het IMF gaan uit van een verdere krimp van de economie in 1999 met ongeveer 1%. Dit impliceert dat de output gap dit jaar nog eens met 2 à 3 procentpunt zal toenemen, hetgeen de deflatoire tendens verder zal versterken.

Wat is er aan de hand?

Uiteraard hebben de beleidsmakers de afgelopen jaren niet stil gezeten. De Japanse centrale bank houdt de korte rente al jaren in de buurt van nul procent, en de overheid heeft sinds 1992 met acht stimuleringspakketten via de begroting geprobeerd de economie uit het dal te krijgen. De aanhoudende malaise heeft bij steeds meer commentatoren en beleidsmakers het idee doen postvatten dat de rol van het macro-economische beleid is uitgespeeld. In hun visie wordt het fundamentele probleem gevormd door de rigiditeiten in de Japanse economie, en met macro-economisch beleid vallen deze micro-economische problemen niet op te lossen. De Japanse economie moet efficiënter, flexibeler en competitiever worden. Zolang de overheid de broodnodige structurele hervormingen niet energiek ter hand neemt, zullen bedrijven en consumenten geen vertrouwen in de toekomst hebben. Met name het succesvol aanpakken van de problemen in de bankensector wordt cruciaal geacht voor het herstel van het vertrouwen. Een pijnlijk herstructureringsproces en een zware recessie worden onvermijdelijk geacht. Sommigen stellen zelfs dat het zoeken naar macro-economische oplossingen de beleidsmakers alleen maar verleidt tot het uitstellen van de noodzakelijke hervormingen.

Ook wij vinden dat de problemen in de financiële sector zo snel mogelijk moeten worden opgelost, mede omdat het ernstig verstoorde financiële intermediatieproces een effectief macro-economisch beleid in de wielen rijdt. Maar verder denken wij dat het overdreven is om te stellen dat de Japanse problemen vooral structureel van aard zijn. Talloze landen hebben inflexibele goederen- en factormarkten zonder dat dit leidt tot de extreme verschijnselen die we in de Japanse economie waarnemen. De Japanse economie is bovendien in bepaalde opzichten juist zeer flexibel. Lonen zijn bijvoorbeeld niet rigide, omdat het loon deels bestaat uit bonussen en de werktijd deels uit overuren. In welk westers land is het voorstelbaar dat de nominale lonen in een jaar tijd met meer dan vier procent dalen, zoals het voorbije jaar in Japan? De wijze waarop het Japanse bedrijfsleven zich steeds weer heeft weten aan te passen aan een sterkere yen is een ander teken van flexibiliteit. Wij vinden het daarenboven niet plausibel dat een land dat tot 1991 zo'n consistent hoge groei kende, en op het eerste gezicht z'n structurele zaakjes dus goed op orde had, nu opeens alles verkeerd zou doen.

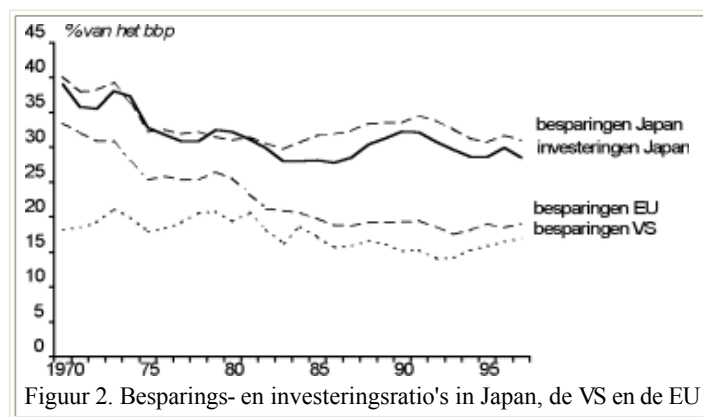
De opvatting dat er voornamelijk structurele problemen zijn, strookt ook niet met standaardopvattingen over de taken van de verschillende soorten economisch beleid. Structuurbeleid (micro-economische maatregelen) is gericht op het versterken van de aanbodzijde van de economie, zodat het potentiële bbp en eventueel zijn groeivoet toeneemt. De taak van het macro-economisch beleid - monetaire en budgettaire politiek - is er voor te zorgen dat het gerealiseerde en het potentiële bbp dicht bij elkaar liggen. Inzet van structuurbeleid zal een output gap niet verkleinen, eerder zelfs vergroten. Het opvallende aan de Japanse economie is nu juist dat de output gap zo enorm groot is en nog steeds toeneemt. Dit suggereert dat Japan's acute probleem een te geringe geaggregeerde vraag is en dat de macro-economische beleidsmakers blijkbaar iets fundamenteels fout doen.

Japan heeft verwachte inflatie nodig

Een recente theoretische analyse van Paul Krugman laat zien dat een economie die in de liquiditeitsval zit, verwachte inflatie nodig heeft om uit het dal te komen ². De reden is dat macro-economisch evenwicht bij volledige werkgelegenheid een negatieve reële rente vereist. Omdat de nominale rente al nul is, moet de verwachte inflatie omhoog. Beleidsmakers moeten dus actief gaan streven naar inflatie op lange termijn (managed inflation ofwel beheerste inflatie).

De analyse suggereert echter ook dat de diepere oorzaak van de liquiditeitsval juist bij de centrale bank ligt. Expansief monetair beleid is ineffectief, omdat het publiek niet gelooft dat de centrale bank inflatie zal accepteren. Het is aannemelijk dat dit geldt voor Japan. De Japanse centrale bank heeft een uitstekende anti-inflatie reputatie, en daar is ze erg zuinig op. Bank-gouverneur Hayami zei onlangs dat "the central bank is trying to avoid sowing the seeds of inflation, adding that his greatest concern is inflation amid Japan's economic recession" ³. Om de economie uit de liquiditeitsval te krijgen zal de centrale bank dus haar sterke inflatie-aversie moeten verloochenen.

Waarom zou de reële evenwichtsrente negatief zijn? Een negatieve rente impliceert dat het (verwachte) marginale nut van consumptie in de toekomst hoog is vergeleken met dat van vandaag. Oftewel, het verwachte inkomen in de toekomst is laag vergeleken met het huidige niveau. Een plausibele verklaring voor deze sombere verwachting is het hoge tempo van vergrijzing (zie tabel 1). Japanse gezinnen willen daarom veel sparen om zo consumptie over te hevelen naar de toekomst. De zeer hoge spaarquote in Japan is dan ook geen recent fenomeen, maar een structureel kenmerk van de economie (zie figuur 2). In de huidige situatie kan de economie, ondanks een rente van nul procent, de hoge gewenste besparingen niet absorberen. Om de gezinnen te bewegen wat minder te sparen en de bedrijven te bewegen de gespaarde bedragen toch te investeren is een negatieve reële rente noodzakelijk.



Tabel 1. Vergrijzings-tendensen (verhouding tussen bevolking ouder dan 65 jaar en bevolking 15-64 jaar)

	1990	2010	2030	2050
	%			
Japan	17,2	32,1	44,0	56,5
Verenigde Staten	18,9	19,2	33,0	35,2
Duitsland	21,7	27,7	40,4	51,5
Frankrijk	21,3	25,6	40,1	46,8
Italië	21,0	30,4	47,9	68,8
Nederland	18,6	22,4	41,9	46,1

Bron: OESO.

Japanners kunnen weliswaar in het buitenland investeren, maar dit brengt beperkt soelaas. Omdat er geen perfecte kapitaalmobiteit is, kan het rendement op kapitaal in Japan veel lager liggen dan dat in de rest van de wereld. Voor een groot land als Japan zijn er ook internationaal gezien duidelijke grenzen aan de politieke aanvaardbaarheid van hoge overschotten op de lopende rekening. Japan kan dus maar zeer ten dele zijn besparingen in het buitenland investeren. figuur 2 laat dan ook zien dat besparingen en investeringen altijd

dicht bij elkaar liggen.

Hoe kan Japan verwachte inflatie creëren?

In de huidige situatie van deflatie is het natuurlijk niet eenvoudig om inflatieverwachtingen te creëren. Om dat op een geloofwaardige manier te kunnen doen, is het noodzakelijk dat de output gap kleiner wordt. Alle instrumenten van het macroeconomische beleid moeten daarom consequent gericht worden op het creëren van inflatieverwachtingen en het stimuleren van de bestedingen. Het monetaire beleid zal hierbij voornamelijk een lange-termijnrol spelen omdat de conventionele instrumenten al vrijwel volledig benut zijn. Op korte termijn moet de kar worden getrokken door het budgettaire beleid en de buitenlandse vraag. Daarnaast is een snelle sanering van het bankwezen noodzakelijk om de effectiviteit van het monetaire beleid te vergroten.

Monetair beleid

De Bank of Japan moet opdracht krijgen om te zorgen voor een stabiele inflatie in de komende vijftien jaar van gemiddeld 3%⁴. Om de geloofwaardigheid van de inflatiedoelstelling te vergroten, wordt deze in de bankwet vastgelegd. De doelstelling heeft betrekking op een lange periode, omdat de behoefte aan een negatieve reële rente samenhangt met structurele, demografische factoren en dus een lange-termijn fenomeen is. Een regelmatig terugkerend bezwaar tegen het creëren van inflatie - namelijk hoe kom je weer van de inflatie af als je uit de crisis bent - is dan ook misplaatst. De inflatie moet blijvend omhoog. Ook in de toekomst moet er voldoende 'nominale ruimte' bestaan om schokken op te kunnen vangen met een daling van de reële rente. Anders zit de economie zo weer in de liquiditeitsval. Om dezelfde reden mag het inflatiedoel niet te laag zijn. Beheerste inflatie is niet primair bedoeld als een korte-termijn stimuleringsmaatregel, maar eerder als een structurele maatregel die de economie in staat stelt op niet-destructieve wijze evenwicht te bereiken.

Een expliciete inflatiedoelstelling voor vijftien jaar hoeft volgens ons de geloofwaardigheid en de onafhankelijkheid van de centrale bank niet aan te tasten. De centrale bank krijgt een andere opdracht, maar blijft bij de uitvoering van haar taak onafhankelijk. De lange horizon van de doelstelling vermijdt ook de schijn dat het monetaire beleid wordt bepaald door korte-termijn doelstellingen van politici.

De centrale bank moet het nieuwe beleid in speeches en interviews uitdragen en het publiek duidelijk maken dat inflatie pas bestreden zal worden als deze boven de 3% uitkomt. De geloofwaardigheid van het beleid moet onderbouwd worden met beleidsmaatregelen als handhaving van de geldmarktrente op 0% en een agressieve expansie van de basisgeldhoeveelheid. Dit laatste kan plaatsvinden door het massaal opkopen van overheidsobligaties, waardoor tegelijkertijd de kapitaalmarktrente wordt gedrukt. De huidige basisgeldgroei (6%) is veel te laag om inflatieverwachtingen te veroorzaken.

Budgettaire beleid

De taak van het budgettaire beleid is op korte termijn te zorgen dat de output gap kleiner wordt. De budgettaire stimulans mag niet, zoals in 1997, te snel worden beëindigd, maar pas als de output gap bijna dicht is. De bestedingsimpuls moet voor een belangrijk deel uit tijdelijke of gemakkelijk terug te draaien maatregelen bestaan, zodat de noodzakelijke toekomstige tekortreducties uitvoerbaar en dus geloofwaardig zijn.

De bestedingsimpuls wordt monetair gefinancierd zolang dit niet strijdig is met de 3%-inflatiedoelstelling. Dit bevordert de vorming van inflatieverwachtingen. Tevens wordt voorkomen dat de staatsschuld sterk oploopt, met alle negatieve vertrouwenseffecten van dien. De bruto-overheidsschuld is nu 100% van het bbp, terwijl de netto-schuld ongeveer 30% bedraagt. Een geloofwaardige inflatiedoelstelling vereist dat in een latere fase van het herstelproces weer op 'normale' schuldfinanciering kan worden overgegaan. De ruimte die er nu nog is voor verdere groei van de staatsschuld moet worden gereserveerd voor de toekomst. Japan moet daarom nu overgaan tot monetaire financiering en niet wachten tot de overheidsfinanciën volledig zijn ontspoord.

Wat zou de overheid kunnen doen? Lastenverlichting moet zo veel mogelijk worden gekoppeld aan werkelijke bestedingen en gericht op groepen met een hoge bestedingsneiging. Een voor de hand liggende maatregel, waarover op dit moment ook geruchten de ronde doen, is het tijdelijk afschaffen (en geleidelijk weer invoeren) van de consumptiebelasting van 5%. Ten eerste worden consumenten zo met verwachte inflatie geconfronteerd. Ten tweede gaat het hier om een groot bedrag (ongeveer 2% van het bbp). Ten derde is deze maatregel snel in te voeren en onmiddellijk werkzaam. De overheid zou op een vergelijkbare manier verwachte inflatie kunnen genereren door het tijdelijk verlagen van de prijzen waar ze directe controle over heeft. Krugman heeft een tijdelijke investeringspremie voorgesteld. De effecten van deze maatregel zijn vergelijkbaar met die van verwachte inflatie.

Bij de opvoering van de overheidsuitgaven moet meer aandacht worden gegeven aan de effectiviteit en efficiency van de uitgevoerde projecten. Daarnaast moet de regel worden afgeschaft dat lokale overheden mee betalen aan investeringsprojecten, aangezien dat veel projecten aanzienlijk vertraagt en daarmee de effectiviteit van de bestedingsimpuls vermindert. Het beleid kan zich ook richten op de spaarmotieven van de gezinnen. Verbetering van het sociale vangnet, scholingsprogramma's en aanpassingen aan de financiering van het onderwijs kunnen de noodzaak tot sparen voor gezinnen verminderen.

Wisselkoersbeleid

Een beleid van beheerste inflatie en sterke monetaire verzuiming op korte termijn zal waarschijnlijk leiden tot een forse depreciatie van de yen. Dit draagt bij tot de vorming van inflatieverwachtingen en verbetert de concurrentiepositie van het Japanse bedrijfsleven. Via hogere netto-exporten kan het buitenland een bijdrage leveren aan de verkleining van de output gap. Met hoeveel de wisselkoers zal depreciëren is onduidelijk, maar er bestaat een bodem omdat de reële wisselkoers terug moet appreciëren naar de lange-termijn evenwichtswaarde, en een geloofwaardige 3% inflatiedoelstelling voor een nominaal anker zorgt⁵. Japan moet de yen vrij laten zweven en de depreciatie van de yen niet frustreren. Het 'omhoog praten van de yen', dat regelmatig gebeurt, moet gestaakt worden. Ook de VS kunnen op dit punt een belangrijke bijdrage leveren door het bilaterale handelstekort met Japan niet te problematiseren.

Aanpak van de problemen in de bankensector

Japanse banken hebben al vele jaren te weinig kapitaal en te veel slechte leningen. Sinds het 'Prompt Corrective Action' raamwerk aangekondigd werd in 1997 zijn de banken serieus bezig hun balansen te verbeteren door vooral de kredietverlening te beperken. Deze 'credit crunch' verergert de recessie, wat het probleem van de slechte leningen weer erger maakt. Aan deze destructieve spiraal moet uiteraard zo snel mogelijk een eind komen. Het parlement heeft in oktober 1998 dan ook een 'totaalplan' voor de bankproblemen aangenomen. Tot nu toe zijn twee banken failliet verklaard en tijdelijk genationaliseerd. In totaal is 60 biljoen yen (12% bbp) overheidsgeld beschikbaar: 25 biljoen voor kapitaalinjecties in zwakke maar solvabele banken, 17 biljoen voor depositoverzekering en 18 biljoen voor de afwikkeling van failliete banken. Er is dus een plan en er is geld. Toch dreigen het herstructureringsproces en de credit crunch lang te gaan duren omdat de banken te weinig prikkels hebben om daadwerkelijk van de herkapitalisatieregeling gebruik te maken. Tot nu toe hebben vijftien grote banken slechts 7,5 biljoen aangevraagd en gekregen, terwijl de grootste bank helemaal geen geld wil hebben. Om het saneringsproces te versnellen zou de overheid de banken tot herkapitalisering moeten verplichten.

Veel commentatoren beschouwen de herstructurering van het bankwezen als de sleutel tot economisch herstel. Wij denken dat sanering van het banksysteem een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde is voor de terugkeer van het vertrouwen bij consumenten en bedrijven. Ten eerste verandert de herstructurering van de bankensector niets aan het ver beneden potentieel opereren van de Japanse economie. Ten tweede suggereert het uitblijven van 'bank runs' dat het vertrouwensverlies minder te maken heeft met het bankenprobleem dan vaak wordt verondersteld. De overheid garandeert immers een belangrijk deel van de deposito's en heeft al middelen gereserveerd om depositohouders schadeloos te stellen.

Herstel van vertrouwen

Zal het doelbewust creëren van inflatieverwachtingen niet als een wanhoopsdaad worden gezien en het vertrouwen alleen maar verder ondermijnen? Misschien, maar het punt van dit artikel is uiteraard dat managed inflation geen wanhoopsdaad is, maar het recept dat logisch volgt uit de diagnose. Het feit dat het onconventioneel is mag geen automatische diskwalificatie betekenen. Conceptueel gezien zijn het verhogen van de verwachte inflatie en het verlagen van de nominale rente vergelijkbare beleidsmaatregelen. Het verhogen van de verwachte inflatie kan beschouwd worden als voortzetting van een expansief monetair beleid met andere middelen, nu renteverlaging niet meer kan.

Sommige commentatoren maken het bezwaar dat het streven naar prijsstabiliteit door de Bank of Japan een van de weinige zekerheden is die de Japanners nog hebben. Als dat ook nog wordt opgegeven zal de vertrouwenscrisis helemaal toeslaan. Als het verwachte inflatiebeleid goed wordt uitgevoerd zal dat wel mee vallen. Per slot van rekening is 3% inflatie ook voor Japanse begrippen niet zo extreem (zie [figuur 1b](#)). Wij zijn ook niet bang dat het genereren van managed inflation uit de hand zal lopen. Gezien de prestaties van de Bank of Japan in het verleden zien wij geen reden waarom de Bank de inflatie niet rond de 3% zou kunnen handhaven. Daarbij komt dat de groeiende twijfels over de houdbaarheid van de overheidsbegroting op wat langere termijn sterke monetaire expansie steeds waarschijnlijker maken, zodat lange termijn prijsstabiliteit steeds onwaarschijnlijker wordt. In deze situatie is het nuttig door middel van een expliciete inflatiedoelstelling een anker te creëren voor de inflatieverwachtingen, en daarmee ook voor de wisselkoersverwachtingen.

Probleem of oplossing?

Veel commentatoren menen dat een negatieve reële rente niet de oplossing, maar eerder de oorzaak van de problemen is. Het lage kapitaalrendement wordt gezien als een aanwijzing dat het investeringsproces inefficiënt is, waardoor te hoge investeringen in het verleden hebben geleid tot overcapaciteit. Structurele hervormingen zijn daarom vereist om de efficiëntie van de investeringen te verhogen. Wij denken niet dat de conclusie dat investeringen in Japan door de bank genomen door grote inefficiënties gekenmerkt worden gerechtvaardigd is. Het feit dat Japan in staat is geweest tientallen jaren achter elkaar zo veel te investeren tegen een behoorlijke reële rente suggereert zelfs dat de investeringen in het algemeen zeker niet inefficiënt waren. Wij beschouwen de lage reële rente als een evenwichtsverschijnsel, de natuurlijke consequentie van het consistent hoge niveau van de gewenste besparingen (zie [figuur 2](#)). Er zijn nu eenmaal grenzen aan de hoeveelheid besparingen die een economie kan absorberen tegen een goed rendement. Een negatieve reële rente kan daarom een wenselijke uitkomst zijn.

Uiteraard vinden wij het een goed idee als Japan een beleid zou voeren dat een efficiëntere allocatie van de investeringen en een hoger investeringsrendement zou bevorderen. (Dit geldt voor alle landen.) Succesvolle structurele hervormingen (deregulering, toename concurrentie, belastinghervormingen, enz.) kunnen in principe een liquiditeitsval helpen voorkomen, omdat de economie meer besparingen kan absorberen, waardoor de noodzaak van een negatieve reële rente kleiner wordt. Structurele aanpassingen zullen echter pas op langere termijn effect hebben. De vertrouwenseffecten op korte termijn zijn onduidelijk omdat herstructurering gepaard gaat met een toename in onzekerheid die tot hogere besparingen kan leiden.

Het zal duidelijk zijn dat wij de liquiditeitsval als een macro-economisch probleem beschouwen, dat met vooral macro-economische middelen moet worden opgelost. Micro-economische beleidsmaatregelen moeten op hun eigen merites beoordeeld worden, en niet zozeer als medicijn tegen de liquiditeitsval. Een voldoende ruime inflatiedoelstelling zal de economie uit de liquiditeitsval houden. Dit wil niet zeggen dat daarbij geen structurele aspecten spelen. Een expliciete inflatiedoelstelling is in feite gericht op het verminderen van de distorsies die samenhangen met nominale rigiditeiten. Een stabiele positieve inflatie op lange termijn zal de werking van de economie verbeteren, en is daarmee in een belangrijk opzicht een structurele hervormingsmaatregel. De herstructurering van het banksysteem valt weliswaar onder de noemer structuurbeleid, maar is ondermeer ook noodzakelijk om de effectiviteit van het monetaire beleid te vergroten. Sommige budgettaire maatregelen kunnen gunstige supply-side effecten hebben, bijvoorbeeld het oplossen van infrastructuur knelpunten, het aanbieden van omscholingsprogramma's en bepaalde belastingverlagingen.

Tenslotte, is het fundamentele probleem van Japan eigenlijk niet dat de Japanners zo veel willen sparen? Populaire versies van dit argument zijn dat Japan nog steeds als een oorlogseconomie functioneert, waarin de particuliere consumptie kunstmatig laag is, of dat Japanners wel rijk zijn, maar daar niet van genieten. Op dit punt onthouden wij ons van een waarde-oordeel. Het hoge niveau van de gewenste besparingen is het uitgangspunt van onze analyse, die zich vooral bezighoudt met de vraag hoe de economie in deze situatie op een niet-destructieve wijze evenwicht kan bereiken.

Zie ook:

1 Zie bijvoorbeeld Japan Research Institute, *The Japanese economy in 1999: Escaping the worst crisis of the postwar era*, *Japan Research Quarterly*, januari 1999, blz. 3-40.

2 Zie de rubriek '[Uit de vakliteratuur](#)' op blz. 449.

3 Uitspraken van Hayami voor een parlementaire commissie, Reuters-bericht van 9 maart 1999.

4 Dit was het inflatieniveau aan het begin van de jaren negentig. 3% is ook vergelijkbaar met inflatiedoelstellingen van andere industrielanden (bijvoorbeeld VK 2,5%, Zweden en Nieuw-Zeeland 1-3%). Tenslotte lijkt 3% ook in de buurt te liggen van de groei-maximerende inflatie die in empirisch onderzoek over de relatie tussen groei en inflatie is gevonden. Zie A. Ghosh en S. Phillips, *Warning: Inflation may be harmful to your growth*, *IMF Staff Papers*, december 1998, blz. 672-710. Krugman heeft 4% voorgesteld, Adam Posen 2%.

5 Een ruwe schatting door Krugman van de initiële depreciatie komt op 25%.