

2015-06-05

PERSCOMMUNIQUÉ

Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied

(Artikel voor het Economisch Tijdschrift van juni 2015)

Zeven jaar na de wereldwijde financiële crisis, kampt de economie van het eurogebied nog steeds met de gevolgen ervan: tijdens de hele recente periode is de groei een heel eind onder die van vóór de crisis gebleven en de inflatie is laag, en soms zelfs negatief gebleven. Deze combinatie van economische stagnatie en lage inflatie/deflatie typeert reeds lang de Japanse economie. Dit artikel heeft als uitgangspunt de sinds twee decennia opgetekende gelijkenissen tussen de huidige situatie in het eurogebied en die in Japan en gaat na welke lessen voor het eurogebied kunnen worden getrokken uit de ervaring en beleidsaanpak van Japan.

Als gevolg van het uiteenspatten van een aanzienlijke financiële en vastgoedzeepbel aan het begin van de jaren negentig, kreeg de Japanse economie af te rekenen met een balansrecessie en een bankcrisis. De balansrecessie werd vooral gekenmerkt door het toegenomen spaargedrag van de ondernemingen, waarbij voorrang werd verleend aan de terugbetaling van schulden boven investeringsuitgaven. Zulks vergde een expansief beleid van de overheid om de geaggregeerde vraag te ondersteunen. Hoewel reeds latent aanwezig, kwam de bankcrisis pas echt tot uiting in 1997, tegen de achtergrond van de Azië-crisis. Deze laatste deed verscheidene belangrijke financiële instellingen over de kop gaan, verplichtte problemleningen die reeds geruime tijd op de reële economie wogen, te erkennen en leidde tot de herkapitalisatie van de banksector door de overheid.

Gelet op het feit dat de – weliswaar persistente - Japanse deflatie gematigd bleef en dat de economie niet terecht is gekomen in een deflatoire spiraal kan worden aangevoerd dat de economie van het land van het begin van de jaren negentig tot het begin van de jaren 2000 in feite naar een nieuw evenwicht is geëvolueerd. Bij dat nieuwe evenwicht zou de nominale rente dicht bij nul liggen en zou de inflatie negatief zijn, maar het reële groeitempo zou, net zoals eerder het geval was, overeenstemmen met zijn potentieel niveau. Een en ander wordt gestaafd door de analyse van de reële groei per hoofd van de bevolking en per persoon op arbeidsleeftijd, waaruit blijkt dat Japan sinds de jaren 2000 in vergelijking met het eurogebied en de Verenigde Staten veeleer goede resultaten kan voorleggen. In dat opzicht moet de omschrijving ‘verloren decennium’ waarmee de jaren negentig worden aangeduid, enigszins worden gerelativeerd; voor de jaren 2000 gaat ze al helemaal niet op.

Hoewel de Japanse economie blijkbaar groeit volgens haar potentieel niveau, is haar nieuw bereikte evenwicht echter niet volledig vrij van potentiële kosten. Het deflatoire aspect waardoor ze wordt gekenmerkt, beperkt immers het vermogen van de centrale bank om de economische bedrijvigheid bij een negatieve schok te ondersteunen en verhoogt derhalve het risico op een seculaire stagnatie. Vandaar dat het in april 2013 ingevoerde economisch programma, Abenomics genaamd, precies een einde beoogt te maken aan de in Japan opgetekende lange periode van deflatie, de economie van het land te stimuleren en de overheidsschuld op lange termijn houdbaar te maken.

Al met al kunnen uit de Japanse ervaring van de afgelopen 25 jaar voor het eurogebied drie belangrijke lessen worden getrokken. In de eerste plaats moeten financiële crisissen veeleer worden voorkomen dan genezen. Hoewel die bevinding vandaag vanzelfsprekend lijkt, lijkt de grote recessie te suggereren dat de beleidsmakers tot voor kort de gebeurtenissen in Japan onvoldoende hadden begrepen. Ten tweede is het van fundamenteel belang de inflatieverwachtingen stevig te verankeren. Zodra deflatie deel uitmaakt van het DNA van de economie, valt ze moeilijk te bestrijden en de inflatieverwachtingen opnieuw op het juiste spoor krijgen, vergt extreme maatregelen. Ten derde is het zaak snel en gecoördineerd op een balansrecessie te reageren om het effect van de genomen maatregelen te maximaliseren en de nodige aanpassingen te bewerkstelligen. Alle macro-economische beleidsinstrumenten moeten overigens worden aangegrepen om zowel de aanbodzijde als de vraagzijde van de economie te ondersteunen. Tot slot toont de Japanse realiteit aan dat het aan deflatie verbonden prijskaartje afhankelijk is van de kenmerken van een economie en meer bepaald van haar nominale flexibiliteit. Aangezien deze laatste in het eurogebied kennelijk minder groot is en het verlies van het wisselkoersinstrument aanpassingen van de binnenlandse prijzen vergt om het verlies aan concurrentievermogen goed te maken, dreigen de aan deflatie verbonden kosten hoger uit te komen. De noodzaak om elk deflatierisico in het eurogebied af te wenden, wordt er alleen maar urgenter door.