

# Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied

J. Boeckx  
P. Butzen  
N. Cordemans  
S. Ide

## Inleiding

Zeven jaar na de wereldwijde financiële crisis, die begon met de subprime crisis en het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten, kampt de economie van het eurogebied blijkbaar nog steeds met de gevolgen ervan. Op een diepe recessie volgde een slechts matige opleving en door de overheidsschuldencrisis belandde het eurogebied zelfs in een tweede recessie. De laatste tijd heeft het herstel niet echt kunnen doorzetten. De groeicijfers bleven teleurstellend en konden geenszins de vergelijking met die van vóór de crisis doorstaan, zodat werd gesuggereerd dat de economie zo goed als stagneerde. Bovendien worden nu reeds enkele jaren lage en, meer recentelijk, soms zelfs negatieve inflatiecijfers opgetekend.

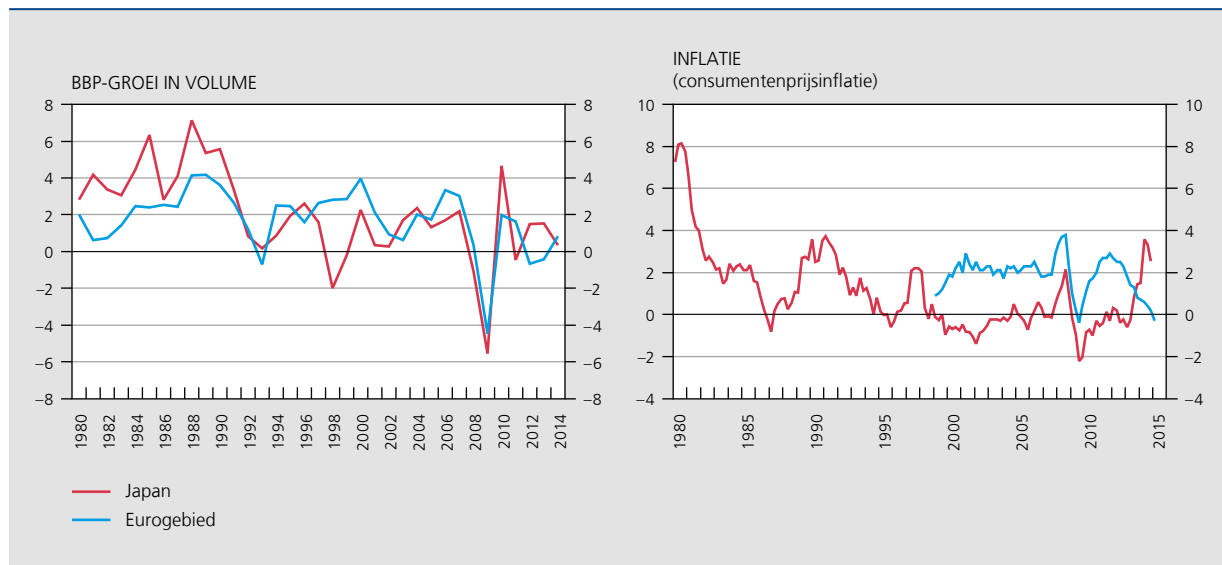
Deze combinatie van economische stagnatie en lage inflatie/deflatie typeren reeds lang de Japanse economie. Het land tekende in de jaren tachtig een krachtige macro-economische expansie op. De financiële crisis aan het begin van de jaren negentig leidde vervolgens een lange periode van aanhoudend trage groei in, de zogenoemde 'lost decade'. Tevens raakte deflatie vanaf het einde van de jaren negentig stevig verankerd. Japan kwam weliswaar niet in het doemscenario van een deflatoire spiraal terecht, waarvoor in de literatuur wordt gewaarschuwd, maar het beleid slaagde er evenmin in de economische groei en de inflatie te verhogen. Sinds 2013 tracht de regering van premier Shinzo Abe deze situatie echter definitief te beëindigen door middel van een omvangrijk en solide programma, het zogeheten 'Abenomics'-beleid.

Dit artikel heeft als uitgangspunt de opgetekende gelijknissen tussen de huidige situatie in het eurogebied en die sinds twee decennia in Japan. Ongerekend de specifieke kenmerken van iedere economie en de financiële crisis die elk van hen heeft doorgemaakt, wordt nagegaan wat de lessen zijn die voor het eurogebied kunnen worden getrokken uit de beleidsaanpak in Japan.

Het artikel begint met een overzicht van de Japanse economie tussen 1990 en 2013, met de klemtoon op drie thema's: het uiteenspatten van de bubbel in de activaprijzen en het uitbreken van een langdurige balansrecessie, vervolgens de Japanse deflatie en de rol van het monetair beleid en, ten slotte, de overgang van Japan naar een nieuw macro-economisch 'evenwicht' met een lagere inflatie, maar opnieuw een economische groei rond het potentiële niveau (weliswaar lager dan in 1990, maar dan vooral vanwege demografische ontwikkelingen). Het bereiken van een nieuw 'evenwicht' doet denken in de richting van beperkte deflatiegebonden kosten. Het nieuwe 'evenwicht' heeft echter een aantal weinig aantrekkelijke kenmerken, vooral het verlies van het rente-instrument om, bij een nulrente, de economie te stabiliseren. Teneinde opnieuw een evenwicht met positieve inflatie en een hoger groeipotentieel te bereiken, werd in 2013 het Abenomics-beleid gestart. In het tweede hoofdstuk wordt dat beleid besproken. Tot slot worden uit de Japanse ervaring enkele lessen getrokken voor het eurogebied vandaag. Hoewel een periode van lage inflatie voor het eurogebied potentieel schadelijker is dan voor Japan, hebben de verschillende beleidsmaatregelen sinds de crisis het risico ter zake verkleind. Toch moet er worden

## GRAFIEK 1 ECONOMISCHE GROEI EN INFLATIE IN JAPAN EN IN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen: OESO, EC, Thomson Reuters Datastream.

op toegezien dat de beleidsmix optimaal is, wat betekent dat een gepast vraagbeleid moet worden gevoerd en dat voldoende inspanningen moeten worden geleverd in het vlak van structurele hervormingen.

### 1. De Japanse economie tussen 1990 en 2013

#### 1.1 Een balansrecessie en problemen in de financiële sector

In deze paragraaf wordt de aanloop beschreven naar de financiële crisis aan het begin van de jaren negentig, de balansrecessie die daarop volgde en de wijze waarop de Azië-crisis de Japanse autoriteiten dwong de problemen in de banksector ten volle te erkennen en aan te pakken.

In de tweede helft van de jaren tachtig maakte de Japanse economie een ongebreidelde expansie door. Een – zichzelf in de hand werkende – interactie tussen een zeer gunstig macro-economisch klimaat, stijgende activaprijzen en een buitensporige kredietverlening droeg bij tot de opbouw van financiële onevenwichten. Dit laatste kan niet los worden gezien van een expansieve monetaire beleidsoriëntatie en een geleidelijke liberalisering van de binnenlandse kapitaalmarkten. Nadat in 1985 in het Plaza-akkoord was overeengekomen de Japanse yen te laten appreciëren zodat het overschot op de lopende

rekening meer aanvaardbare proporties zou aannemen, besloot de Japanse centrale bank immers de beleidsrente fors te verlagen om de negatieve effecten van een duurere valuta te compenseren en de binnenlandse vraag aan te wakkeren. Voorts waren de Japanse bedrijven zich, vanwege de liberalisering van de kapitaalmarkten tijdens de jaren tachtig, in toenemende mate beginnen te financieren via bedrijfsobligaties ten koste van bankleningen. In hun zoektocht naar een alternatieve aanwending van hun middelen, verhoogden de banken hun exposure op de huizenmarkt. Dit zorgde voor extra concurrentie op de markt voor hypothecaire leningen die tot dan toe grotendeels in handen was van de *jusen*<sup>(1)</sup>. Naarmate de concurrentie op de markt voor woonkredieten verscherpte, boorden de *jusen* andere segmenten van de vastgoedmarkt aan, bijvoorbeeld leningen aan projectontwikkelaars en bouwondernemingen, met de waarde van het vastgoed als onderpand.

Vanaf mei 1989 trok de Bank of Japan de rentetarieven enkele malen op teneinde de economie af te koelen; het ministerie van Financiën deed in 1990 een aanbeveling aan de financiële sector om de kredietverlening aan de vastgoedsector te beteugelen. Beide beleidsacties droegen bij tot een aanzienlijke correctie van de aandelen- en vastgoedprijzen.

(1) Dat waren dochterondernemingen van de banken die in de jaren zeventig waren opgericht en hoofdzakelijk woonkredieten hadden verstrekt om het verwerven van een eigen woning te ondersteunen.

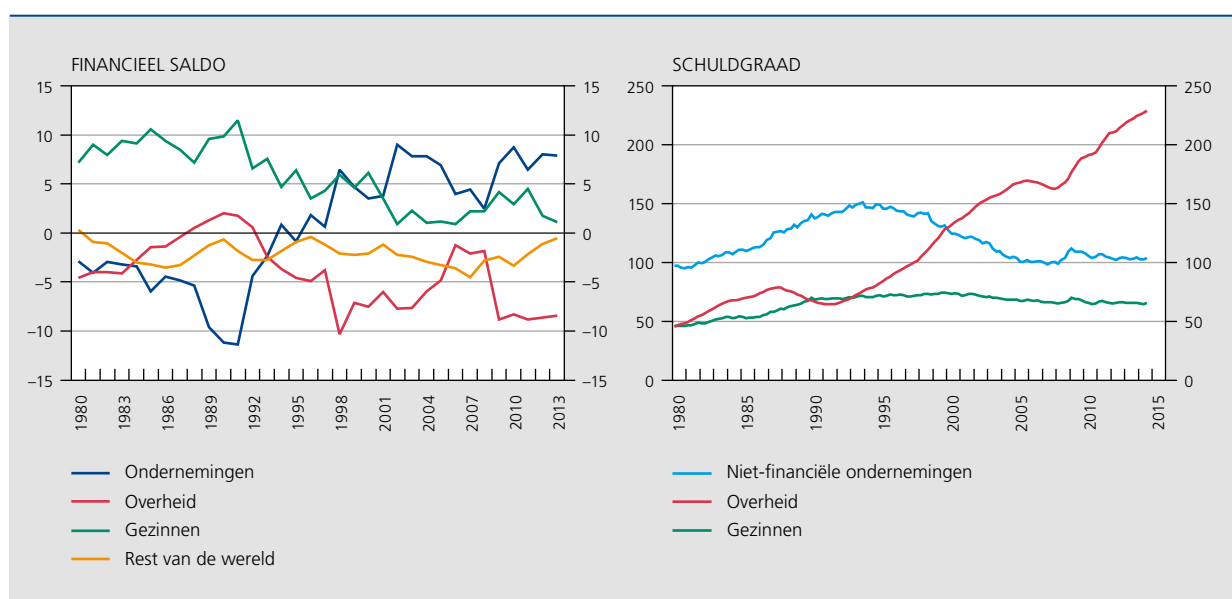
Recessies die volgen op een periode van forse schuldopbouw en uitzonderlijke stijging van de activaprijzen hebben meestal een zware financiële en reële impact; ze zijn ook langer voelbaar dan gewone recessies. Reinhart en Rogoff (2014) vestigen er de aandacht op dat een balansrecessie langer duurt en omvangrijker is. De grote uitdaging voor de beleidsmakers bestaat erin de kenmerken van een balansrecessie in real time op te sporen en er adequaat op te reageren. Met name Koo (2009, 2013) beschrijft dat ook de Japanse beleidsmakers enige tijd nodig hadden om de juiste diagnose te stellen en een gepast beleid uit te tekenen. Een verkeerde beleidsaanpak kan het herstel fnuiken en zorgen voor een langdurige periode van trage groei en lage inflatie.

De grafiek met de financiële saldi in Japan toont voor de jaren tachtig een overschot bij de huishoudens. Dat overschot wordt grotendeels aangewend om het tekort bij de ondernemingen te financieren. Na de crisis aan het begin van de jaren negentig realiseren ook de bedrijven een financieel overschot. De gezamenlijke Japanse private sector wordt aldus een nettospaarder. Wordt de buitenlandse positie buiten beschouwing gelaten, dan is de overheid de enige sector die dat spaaroverschot kan absorberen. Het zijn vooral de niet-financiële ondernemingen die in de jaren tachtig hun schuld sterk hadden laten oplopen, vaak met vastgoed als onderpand. Ook de schuldgraad van de huishoudens steeg, zij het in mindere mate. In de periode na de crisis werd schuldaufbouw bij de bedrijven, eerder

dan nieuwe investeringen, prioritair voor het herstel van hun balansen. Pas in 2005 kwam er aan dat proces een einde en stabiliseerde de bedrijfsschuld zich, maar de ondernemingen bleven nettospaarders waardoor ze aanzienlijke liquiditeitsposities opbouwden. Voor het verdere herstel van de Japanse economie blijft het cruciaal dat deze sector ontspaart; het Abenomics-beleid (zie hoofdstuk 2) moet daarbij een cruciale rol spelen in het verhogen van de verwachte winstgevendheid (Kang, 2014). De aldus toegenomen investeringsuitgaven verminderen de druk op de overheid als motor van de economische groei.

Bouwt de private sector als geheel zijn schuld af, dan is er een belangrijke rol weggelegd voor een expansief budgettair beleid om te voorkomen dat een recessie lang blijft aanslepen of verergert. Bij ontstentenis van een voldoende stimulerend budgettair beleid kan een recessie zelfs omslaan in een depressie, zoals dat in de jaren dertig het geval was in de Verenigde Staten. Uiteraard is de houdbaarheid van de overheidsschuld daarbij een belangrijke beperking. De euroschuldencrisis heeft eens te meer op pijnlijke wijze duidelijk gemaakt dat het daarbij in eerste instantie gaat om de houdbaarheid zoals die door de financiële markten wordt ingeschat. Inmiddels krijgt de economie reeds 22 jaar budgettaire stimulus van de Japanse overheid. Overheidstekorten zijn derhalve een structureel gegeven geworden waarbij de overheidsuitgaven, uitgedrukt in procenten van het bbp, continu zijn toegenomen, terwijl de inkomsten sinds 1990 vrijwel

**GRAFIEK 2** JAPAN: FINANCIËEL SALDO EN SCHULDGRAAD PER SECTOR  
(in % bbp)



Bronnen: Bank of Japan, BIB, Thomson Reuters Datastream.

ongewijzigd zijn gebleven. De Japanse overheidsschuld-ratio is ondertussen gestegen tot ongeveer 230 % bbp, na twee decennia van trage groei, aanhoudende deflatie en overheidstekorten. In paragraaf 2.2 wordt nader ingegaan op de houdbaarheid van de Japanse overheidsschuld.

In de Verenigde Staten – die in 2008 eveneens door een balansrecessie werden getroffen – voerde de overheid een zeer stimulerend budgettaire beleid om de vraaguitval van de private sector te compenseren. Nadien werd die expansieve beleidsoriëntatie geleidelijk afgebouwd, naarmate de private sector opnieuw bijdroeg tot de economische groei. Dat beleid zorgde in eerste instantie voor een sterke stijging van de Amerikaanse overheidsschuld, maar die stabiliseerde zich zodra het economisch herstel krachtiger werd. In het eurogebied werden dankzij een gecoördineerd optreden, via het European Economic Recovery Plan, bij het uitbreken van de financiële crisis budgettaire stimuleringsmaatregelen uitgewerkt. Het ontstaan van de overheidsschuldencrisis in Griekenland en de verspreiding ervan naar andere kwetsbare lidstaten van het eurogebied, waarbij die hun toegang tot de kapitaalmarkten kwijtspeelden en er financiële hulpprogramma's moesten worden opgezet, maakte een snelle consolidatie in deze landen echter noodzakelijk.

Behalve door budgettaire stimuli kan de economische groei ook worden ondersteund door de buitenlandse vraag. Heeft de crisis echter een mondiale dimensie zoals de recente financiële crisis, dan is die mogelijkheid, behalve via een verbetering van het concurrentievermogen, beperkt. De doeltreffendheid van het monetair beleid wordt dan weer gehinderd door een afgenomen rentelast van de vraag naar krediet: ook bij een (zeer) lage (reële) rente zullen private sectoren met een te hoge schuldenlast geen nieuwe leningen aangaan, maar voorrang blijven geven aan schuldafbouw, wat door de lagere rente uiteraard wordt vergemakkelijkt. Bij een balansrecessie ontbreekt vooral de kredietvraag, eerder dan het kredietaanbod. Toch kan het monetair beleid vaak een belangrijke rol spelen om eventuele beperkingen op het aanbod van (bank-)krediet weg te nemen door aan de banken de liquiditeiten te verschaffen die ze elders niet vinden. De centrale bank neemt met andere woorden haar rol van lender of last resort op en dijk de effecten in die de financiële crisis op de banken uitoefent. Daarnaast kan een expansief monetair beleid het schuldafbouwproces voor de niet-financiële sectoren faciliteren door middel van een vraagondersteunend beleid.

De vorming en het uiteenspatten van een zeepbel op de vastgoed- en aandelenmarkt hebben vrijwel steeds ernstige gevolgen voor de banksector. In de eerste helft van de jaren negentig hadden in Japan zowel de toezichthouder

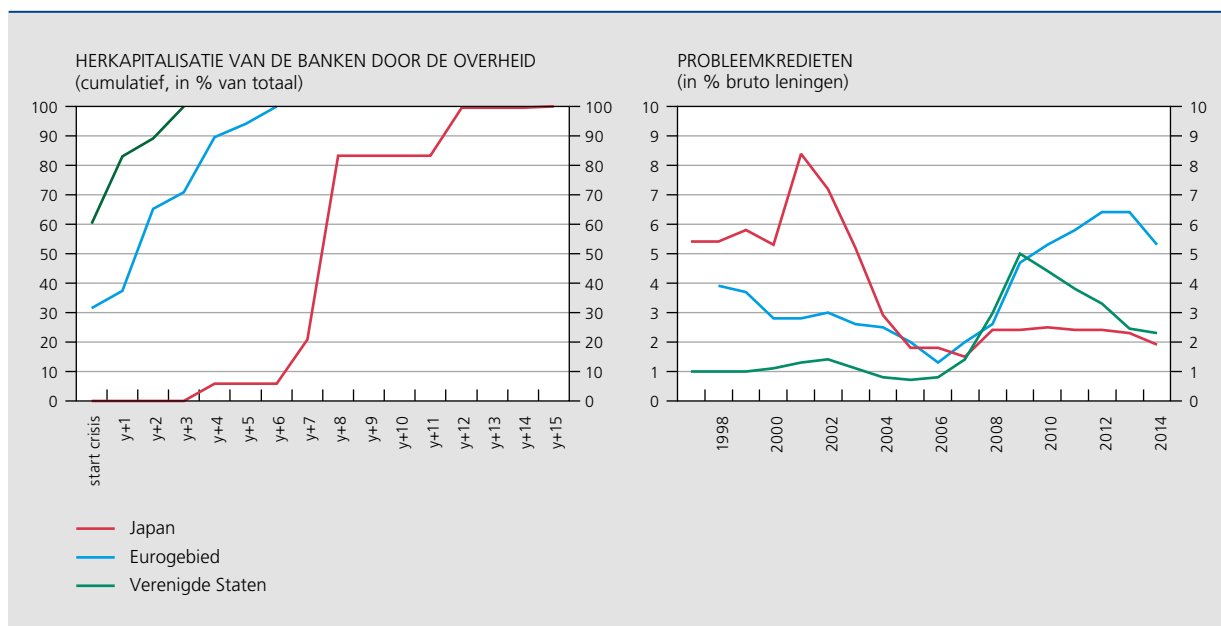
als de banken de omvang van de problemen onjuist ingeschat (Hoshi en Kashyap, 2014). De Azië-crisis in 1997 triggerde evenwel een systemische bankcrisis en dwong uiteindelijk zowel de banken als de overheid ingrijpend op te treden. Het erkennen van probleemkredieten, een herkapitalisatie door de overheid, het hertekenen en het effectief afdwingen van de regelgeving, inclusief een efficiënt ontwikkelingskader, zorgden mee voor het oplossen van de bancaire systeemcrisis. De aanslepende problemen in de banksector hebben echter ontegensprekelijk een nefast effect gesorteerd op de reële economie en zodoende de economische stagnatie in de hand gewerkt.

De periode 1991-1996 werd gekenmerkt door nalatigheid ('forbearance') en ontkenning van de problemen. Nelson en Tanaka (2014) geven daar drie redenen voor. Om te beginnen, werd het uitstaande bedrag aan probleemkredieten onderschat. Het waren de banken zelf die de probleemkredieten aan de toezichthouder rapporteerden; ze baseerden zich daarbij op een zeer enge definitie van probleemkredieten en op waarderingsregels die waren afgeleid van historische verliezen en wanbetalingen. Voorts werd de macro-economische impact van de financiële crisis onderschat. Zowel de banksector als de toezichthouder ging ervan uit dat de economie snel opnieuw zou aantrekken, waardoor de omvang van de probleemkredieten verwaarloosbaar zou worden. Ten slotte beschouwden Nelson en Tanaka het regelgevend kader als inadequaaf om snel te kunnen herkapitaliseren of niet-solvabele banken af te wikkelen.

In een dergelijk klimaat bleven de Japanse banken de uitstaande leningen aan bedrijven hernieuwen. Zo nam de kredietverlening aan de bouw- en vastgoedsector tot 1998 verder toe. Het erkennen van verliezen uitstellen door aan bedrijven, die in feite insolvent zijn, leningen te blijven verstrekken waarvan de rentelast – dankzij het soepel rentebeleid van de Bank of Japan – inmiddels zeer draaglijk was geworden, wordt vaak aangeduid als 'evergreening' en 'zombie lending' (Cabellero et al., 2008). Dat proces werd trouwens in de hand gewerkt door een hoge graad van cross-shareholdings tussen de banken onderling en relationship-based shareholdings (in 2003 gemiddeld 40 %) tussen bedrijven en banken (IMF, 2003). Al met al werkte dit de persistent trage economische groei aanzienlijk in de hand vermits de financiering van meer rendabele bedrijven of projecten er minder kansen door kreeg.

De Azië-crisis veroorzaakte in 1997 een systemische bankcrisis doordat enkele belangrijke financiële instellingen over de kop gingen en de interbancaire markt opdroogde. In de daaropvolgende jaren werden banken door de overheid geherkapitaliseerd en werd een beleid

**GRAFIEK 3** OVERHEIDSHERKAPITALISATIE EN PROBLEEMKREDIETEN



Bronnen: Eurostat, Bank of Japan, US Treasury, Wereldbank, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

uitgestippeld om de probleemkredieten aan te pakken, bijvoorbeeld een ruimere erkenning ervan door middel van een grondige ‘asset review’ en het verplicht aanleggen van voorzieningen tegen eventuele verliezen. Het duurde evenwel nog tot 2001 vooraleer een omvattende strategie werd uitgezet (Matsubayashi, 2015). Twee belangrijke elementen van die strategie waren: ten eerste het verplichten van de banken om de probleemkredieten binnen de drie jaar ofwel te verkopen, ofwel het verlies ervan te erkennen, ofwel de terugbetaling voor de rechtbank te eisen, wat vaak het faillissement van de kredietnemer tot gevolg had; ten tweede het verkopen van de overgebleven probleemkredieten aan de Resolution and Collection Corporation (RCC). De RCC was in handen van de Deposit Insurance Corporation (100% overheid) en was niet alleen gemachtigd de probleemkredieten over te kopen, maar ook de kredietnemers – vaak bouw- en vastgoedbedrijven – te herstructureren.

Grafiek 3 toont de late reactie van de Japanse bankentoezichthouder- en regelgever, die op de reële economie een nefaste invloed had. Na een eerder beperkte herkapitalisatie van de jusen in 1995, duurde het tot 1998-1999 vooraleer de banken met overheidsgeld geherkapitaliseerd werden. Dit laatste is evenwel vaak noodzakelijk om het vertrouwen in de banksector te herstellen en hem in staat te stellen zijn intermediatierol opnieuw volop te spelen. In 2001 bereikten de probleemkredieten een piek doordat de toezichthouder dwong ze te erkennen.

De verplichting om ze vervolgens af te wikkelen, wierp uiteindelijk vruchten af en vanaf 2004 stabiliseerden de probleemkredieten zich op aanvaardbare niveaus.

In schril contrast met de weinig doortastende aanpak in Japan staat de snelheid waarmee de Amerikaanse overheid de banksector herkapitaliseerde en de probleemkredieten werden afgebouwd. Vooral de stresstests in het kader van SCAP (Supervisory Capital Assessment Program) in het voorjaar van 2009 speelden daarbij een doorslaggevende rol. Dankzij die snelle beleidsreactie kon de banksector zijn intermediatierol relatief snel opnieuw opnemen. In het eurogebied verliepen de herkapitalisaties door de lidstaten geleidelijker dan in de Verenigde Staten, maar wel doortastender dan in Japan. Een cruciale ronde vond plaats naar aanleiding van het Comprehensive Assessment van de bankbalansen, een alomvattende beoordeling die voorafging aan de start van het Single Supervisory Mechanism. Het is pas sinds 2013 dat het aandeel van de probleemkredieten in de totale kredietportefeuille van de banken in het eurogebied slinkt.

## 1.2 Desinflatie en deflatie

De oververhitting van de Japanse economie en de forse stijging van de activaprijzen aan het einde van de jaren tachtig gingen niet gepaard met een sterk olopende inflatie. Die situatie bracht de Bank of Japan er trouwens

toe na het ontstaan van de zeepbel een hele tijd een expansief monetair beleid aan te houden en haar discontovoet pas in mei 1989 te beginnen verhogen, de eerste beleidsrenteverhoging in bijna negen jaar.

Na het uiteenspatten van de zeepbel begon in Japan aan het begin van de jaren negentig een periode van geleidelijke desinflatie. Halverwege het decennium – in 1995 op basis van de bbp-deflator en in 1999 op basis van de consumptieprijsindex – veranderde de desinflatie in een gematigde deflatie. Behalve in 2008, toen de wereldprijzen voor energie en levensmiddelen sterk stegen, is de inflatie in Japan pas sedert eind 2013 opnieuw positief geworden.

### 1.2.1 Determinanten van de lage inflatie: negatieve output gap en daling van de inflatieverwachtingen

Om de factoren te bestuderen die schuilgaan achter de lange periode van deflatie in Japan, is het nuttig te refereren aan het theoretisch analysekader van een forward-looking nieuw-Keynesiaanse Phillipscurve (zie Galí, 2008). Die specificatie van de Phillipscurve is momenteel wijdverspreid in de monetaire theorie en lijkt, voor Japan, empirisch een betrouwbare beschrijving van de prijsdynamiek op het geaggregeerde niveau aan te reiken (zie Sanchez, 2006 of Muto, 2006). De standaard forward-looking

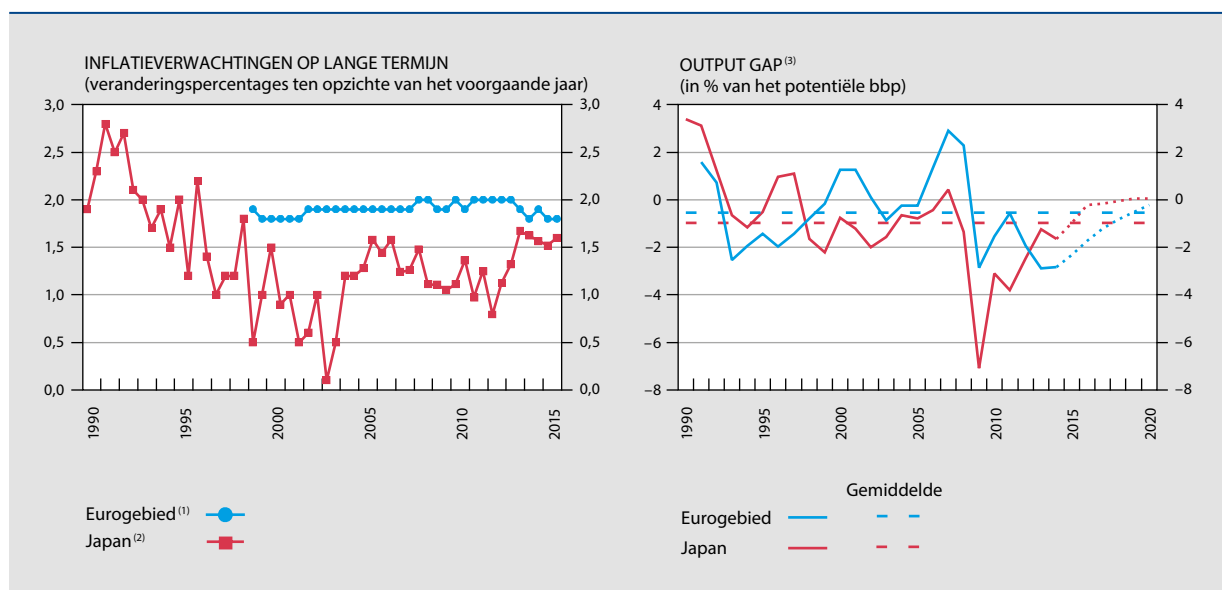
nieuw-Keynesiaanse Phillipscurve postuleert dat de huidige inflatie ( $\pi_t$ ) afhangt van de inflatieverwachtingen ( $E_t\pi_{t+1}$ ), van de reële marginale kosten benaderd door de output gap ( $Gap_t$ ) en van een aantal andere factoren zoals externe prijsschokken ( $u_t$ ):

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \alpha Gap_t + u_t$$

Deze relatie berust op de idee dat de huidige inflatie grotendeels wordt bepaald door het prijszettingsgedrag van de ondernemingen, dat op zijn beurt afhangt van de inflatie die zij voorzien op basis van hun verwachtingen inzake vraag en toekomstige kosten, en van hun huidige marginale kosten, waar met name de lonen deel van uitmaken. De reële marginale kosten, van hun kant, zijn afhankelijk van de positie in de conjunctuurcyclus, die op haar beurt wordt weerspiegeld door het verschil tussen de reële en de potentiële productie. Hoe hoger de inflatieverwachtingen, hoe hoger de inflatie vandaag. Zo geldt ook dat hoe groter de reële productie is ten opzichte van de potentiële productie, hoe meer de marginale kosten neigen toe te nemen.

De inflatieverwachtingen op lange termijn – over een horizon van zes tot tien jaar – namen voor Japan geleidelijk af tussen het begin van de jaren negentig en de eerste helft van de jaren 2000. Nadat die verwachtingen in april 2003 een absoluut bodempeil van bijna 0% hadden

GRAFIEK 4 OORZAKEN VAN DE DESINFLATIE EN DEFLATIE IN JAPAN



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream, IMF, ECB.

(1) Inflatieverwachtingen over vijf jaar, afgeleid uit de Survey of Professional Forecasters (SPF) van de ECB.

(2) Inflatieverwachtingen over een horizon van zes tot tien jaar, gepubliceerd door Consensus Economics.

(3) Projecties vanaf 2015.

bereikt, maakten ze hun daling evenwel deels ongedaan en handhaafden ze zich vervolgens binnen een marge van 0,8 tot 1,7%. Zoals verderop wordt toegelicht, moeten de oorzaken van de trendmatige daling van de inflatieverwachtingen in Japan gedurende de jaren negentig vooral worden gezocht op het terrein van het monetair beleid. Er zij opgemerkt dat, in tegenstelling tot wat voor Japan wordt vastgesteld, de inflatieverwachtingen in het eurogebied sinds 1999 uiterst stabiel zijn en binnen een smalle vork van 1,8% en 2% schommelen.

Net als de inflatieverwachtingen nam de output gap begin jaren negentig fors af. Halverwege het decennium liet hij negatieve cijfers optekenen en sindsdien is hij overwegend negatief gebleven. Hoewel geen consensus lijkt te bestaan over de oorzaken van deze ontwikkelingen, worden twee specifieke factoren naar voren geschoven. De eerste factor houdt eenvoudigweg in dat Japan bij herhaling door negatieve vraagschokken werd getroffen: het uiteenspatten van de zeepbel van de activaprijzen begin jaren negentig, de financiële crisis in Japan en de Aziatische valutacrisis van 1997, de internetzeepbel in de Verenigde Staten begin jaren 2000, en de grote recessie in 2008.

De tweede factor is de daling van de reële evenwichtsrente die gepaard ging met de inkrimping van de bevolking op arbeidsleeftijd (Ikeda en Saito, 2012) en met de afname van de potentiële groei (Watanabe, 2012, in Nishizaki et al., 2014). Die daling van de evenwichtsrente zou de centrale bank belet hebben een monetair beleid te voeren dat voldoende accommoderend was om de productie rond haar potentiële niveau te stabiliseren. Beperkt door de nulgrens van de nominale rente, kan de centrale bank de beleidsrentes immers niet onbeperkt verlagen tot een peil dat voldoende onder de reële evenwichtsrente ligt om de economische bedrijvigheid te ondersteunen. Haar stimuleringskracht wordt bovendien des te meer beperkt daar de inflatieverwachtingen en de inflatie teruglopen – zie hierboven –, waardoor de effectieve reële rente stijgt. Mogelijkerwijs kan een deflatorisch verschijnsel zichzelf derhalve in stand houden en een deflatorische spiraal op gang brengen.

In dat opzicht ondervond de Bank of Japan merkwaardig genoeg moeilijkheden om een voldoende expansieve koers te varen voor de vijfjaars reële rentetarieven, die doorgaans als relevant worden beschouwd voor de consumptie- en investeringsbeslissingen. In vergelijking met de monetaire stimulering die de Europese Centrale Bank of de Federal Reserve tegen de achtergrond van de grote recessie verschaften, blijkt de monetaire stimulering door de Bank of Japan sedert de helft van de jaren negentig in feite relatief gematigd te zijn, en dat in weerwil van vergelijkbare, of zelfs lagere nominale rentetarieven.

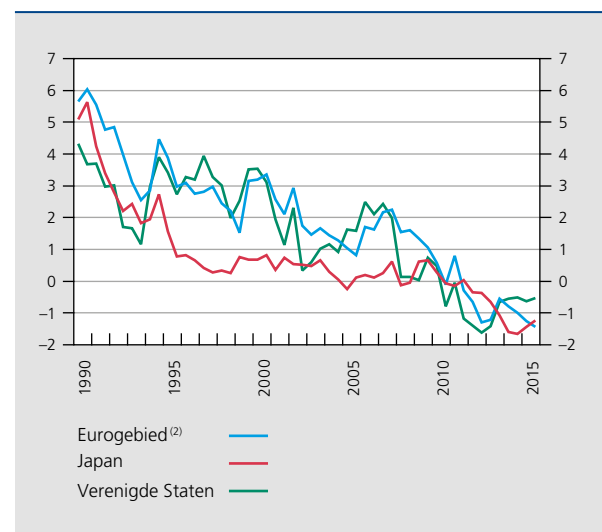
Andere factoren die nog bijdroegen tot de desinflatie en, vervolgens, tot de deflatie in Japan sinds het begin van de jaren negentig zijn de afbouw van de douanebarrières die de concurrentiedruk op de markten van de Japanse goederen en diensten deed toenemen (Kamada en Hirakata, 2002), de goedkope invoer uit opkomende Aziatische economieën zoals China, de appreciatie van de yen ten opzichte van de andere valuta's en van de dollar in het bijzonder (Ito en Mishkin, 2006).

### 1.2.2 Rol van het monetair beleid

Volgens de beroemde uitspraak van Milton Friedman is 'inflatie altijd en overal een monetair verschijnsel', en is het verloop van het prijspeil op middellange en lange termijn aldus nauw verbonden met de monetairbeleidsvoering. Deflatie zou derhalve hoofdzakelijk voortvloeien uit een inadequaat monetair beleid. Meer in het bijzonder kan de daling van de inflatieverwachtingen die eraan ten grondslag ligt, uit theoretisch oogpunt worden toegeschreven aan een verlaging van de inflatiedoelstelling door de centrale bank, of aan een gebrek aan geloofwaardigheid van die doelstelling (Nishizaki et al., 2014).

In het geval van Japan, waar de inflatiedoelstelling pas zeer recentelijk werd ingevoerd, hebben de daling van de inflatieverwachtingen op lange termijn en de aanhoudende deflatie die eraan verbonden is kennelijk vooral te maken met het feit dat de Bank of Japan de deflatie

GRAFIEK 5 VIJFJAARS REËLE RENTE<sup>(1)</sup>



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Nominale rentetarieven gedeïndeerd aan de hand van de gemiddelde inflatieverwachtingen over de periode.

(2) Gegevens voor Duitsland vóór 1999. Gemiddelde van de rendementen van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013 (Duitsland, Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk) vanaf 1999.



onvoldoende doortastend en geloofwaardig bestreed. Dat gebrek aan vertrouwen zou voortvloeien uit haar interpretatie van prijsstabiliteit, haar communicatiestrategie en haar monetairbeleidsvoering. Het feit dat de Bank of Japan aan het einde van de jaren negentig onafhankelijkheid werd verleend, zou bovendien een relatief conservatieve houding in de hand hebben gewerkt.

#### Geen definitie van prijsstabiliteit

Midden en eind jaren negentig betoonde de Bank of Japan zich kritisch over de verschillende beschikbare prijsindices en bleef ze enigszins in het vage over haar manier om de prijsstabiliteit te meten en te interpreteren. Ondanks de vele oproepen in die zin vanuit de politieke en academische wereld (Ito en Mishkin, 2006), wilde de Japanse centrale bank lange tijd niets weten van een inflatiedoelstelling, die nochtans een sleutelrol speelt in de verankering van de inflatieverwachtingen.

In mei 1994 verklaarde gouverneur Mieno bijvoorbeeld *'dat het geen aanbeveling verdiende zich op één prijsindex in het bijzonder te concentreren'*; in 2000 definieerde gouverneur Hayami prijsstabiliteit als *'een inflatoire noch deflatoire situatie'* vanuit de overtuiging dat het ongepast is om er een getalswaarde aan toe te kennen (Nishizaki et al., 2014). In maart 2001 kondigde de Bank of Japan uiteindelijk aan dat ze de consumptieprijsindex, ongerekened verse levensmiddelen, in aanmerking nam om de prijsstabiliteit te waarden, en dat ze een accommoderend monetair beleid zou voeren tot de jaar-op-jaar toename van die index *'zich op een peil hoger dan nul stabiliseert'* (Ito, 2004). Nadere gegevens werden echter niet verstrekt. In 2006 gaf de Bank of Japan uiteindelijk aan dat ze de prijsstabiliteit op middellange en lange termijn voortaan zou interpreteren als een stijging van de consumptieprijsindex (CPI) tussen 0 en 2 %, met de mediaanwaarde van 1 procent als streefdoel. Na in februari 2012 de doelstelling van 1 % duidelijker te hebben bepaald, duurde het evenwel tot januari 2013 alvorens de Japanse centrale bank aankondigde een totale inflatie van 2 % na te streven.

#### Dubbelzinnige communicatie

Hoewel de Bank of Japan zich tot prijsstabiliteit had verbonden en in dat opzicht de vrees voor deflatie wilde wegnemen, leek ze het belang van deflatie enigszins te minimaliseren door zich soms dubbelzinnig te betonen over haar vastberadenheid of haar vermogen om ze te bestrijden. Begin jaren 2000 verwierp gouverneur Hayami aldus de idee dat Japan zich in een situatie van deflatie bevond. Hij gaf trouwens te verstaan dat de deflatie goed-aardig kon zijn omdat ze voortvloeide uit technologische innovaties en vooruitgang in de distributiesector. Tot slot

wuifde hij de argumenten voor de inflatiedoelstelling weg en hield hij vol dat inflatie niet de oplossing was voor de economische problemen van het land (Hayami, 2000). De Bank of Japan heeft zich lang weigerachtig opgesteld tegenover het nemen van niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen en ze gaf de strijd tegen deflatie pas laat absolute voorrang. In dat opzicht lijkt het aantreden van gouverneur Fukui, die in 2003 de plaats innam van gouverneur Hayami, een keerpunt te zijn geweest (Ito, 2004).

#### Monetairbeleidsmaatregelen

De Bank of Japan begon vanaf 1991 een accommoderende monetairbeleidskoers te varen in een omgeving waarin de grondprijzen reeds waren beginnen te dalen, maar de inflatie nog meer dan 3 % bedroeg. Het na het uiteenspatten van de zeepbel gevoerde monetair beleid wordt doorgaans echter als veeleer restrictief beschouwd (Ito en Mishkin, 2006).

De voornaamste beleidsrente (de officiële discontovoet, en nadien, vanaf september 1998, de niet-gewaarborgde daggeldrente) werd tussen juni 1991 en februari 1999, de maand waarin de Bank of Japan besloot een zogenoemd nulrentebeleid te voeren (Zero Interest Rate Policy, of ZIRP), verlaagd van 6 % tot 0,15 %. Vanaf het voorjaar van 2000 liet gouverneur Hayami echter verstaan dat er aan dat nulrentebeleid een einde zou kunnen komen. Ondanks een nog steeds negatieve inflatie en hevig verzet van de politieke en academische wereld (Ito en Mishkin, 2006), werd de streefrente, na tot nul te zijn verlaagd, in augustus 2000 effectief met 25 basispunten opgetrokken. In maart 2001, nadat de economische bedrijvigheid opnieuw was verslechterd, hervatte de Bank of Japan echter haar nulrentebeleid. Binnen dit bestek wordt niet echt ingegaan op de vraag of de centrale bank sneller een nulrentebeleid had moeten voeren, maar feit is dat de beleidsrentes in het eurogebied en in de Verenigde Staten tijdens de recente crisis veel vlugger werden verlaagd.

Nog steeds in maart 2001 startte de Bank of Japan trouwens een beleid van kwantitatieve verruiming (Quantitative Easing Policy, of QEP), hoewel ze lang terughoudend had gestaan tegenover de minste extra monetaire versoepeling (Ito en Mishkin, 2006). In het kader daarvan richtte de Bank of Japan haar monetair beleid niet langer op de daggeldrente, maar op het saldo van de door de commerciële banken bij haar aangehouden lopende rekeningen, en begon ze zowel overheidspapier als door de private sector uitgegeven effecten aan te kopen. Het beleid van kwantitatieve versoepeling mag dan verscheidene keren zijn uitgebreid, toch is het relatief bescheiden gebleven. Tussen maart 2001 en maart 2006, de maand waarin de Bank of Japan haar beleid beëindigde,



was haar balans immers met slechts zo'n 25% toegenomen. Ter vergelijking: tegen de achtergrond van de grote recessie werd het balanstotaal van de Federal Reserve tussen medio 2007 en medio 2012 meer dan driemaal groter, terwijl de balans van de Europese Centrale Bank over diezelfde periode met ongeveer 150% aangroeide.

#### De rol van de onafhankelijkheid

De Bank of Japan werd pas in april 1998 onafhankelijk en volledig verantwoordelijk voor de monetairbeleidsvoering. Op die datum werd haar de opdracht tot het vrijwaren van de prijsstabiliteit toevertrouwd, terwijl de vroegere wet betreffende haar activiteiten haar opdroeg bij te dragen tot het maximaliseren van de potentiële economische groei (Ito, 2004). Voor de Bank of Japan lijkt de toekenning van de onafhankelijkheid te hebben bijgedragen tot het innemen van behoudende posities die haar geloofwaardigheid inzake het vermijden van deflatie mogelijk maakte. De door de Bank of Japan pas laat verworven onafhankelijkheid lijkt bij haar leden aldus een geneigdheid naar een te lage in plaats van een te hoge inflatie te hebben versterkt en, voor sommigen, zou die autonomie op het slechte moment zijn verkregen (Ito en Mishkin, 2006).

Doorgaans voert de kritiek op de Japanse monetairbeleidsvoering aan dat door een assertiever en meer samenhangend beleid van bij het begin van de jaren negentig de deflatie had kunnen worden vermeden of op zijn minst vroeger had kunnen worden gestopt. De verdedigers van

het door de Bank of Japan vastgelegde beleid halen aan dat, dankzij de genomen maatregelen, een extra inkrimping van de bedrijvigheid en het ontstaan van een deflatoire spiraal konden worden verhinderd.

#### 1.2.3 Waarom vermeed Japan de deflatoire spiraal?

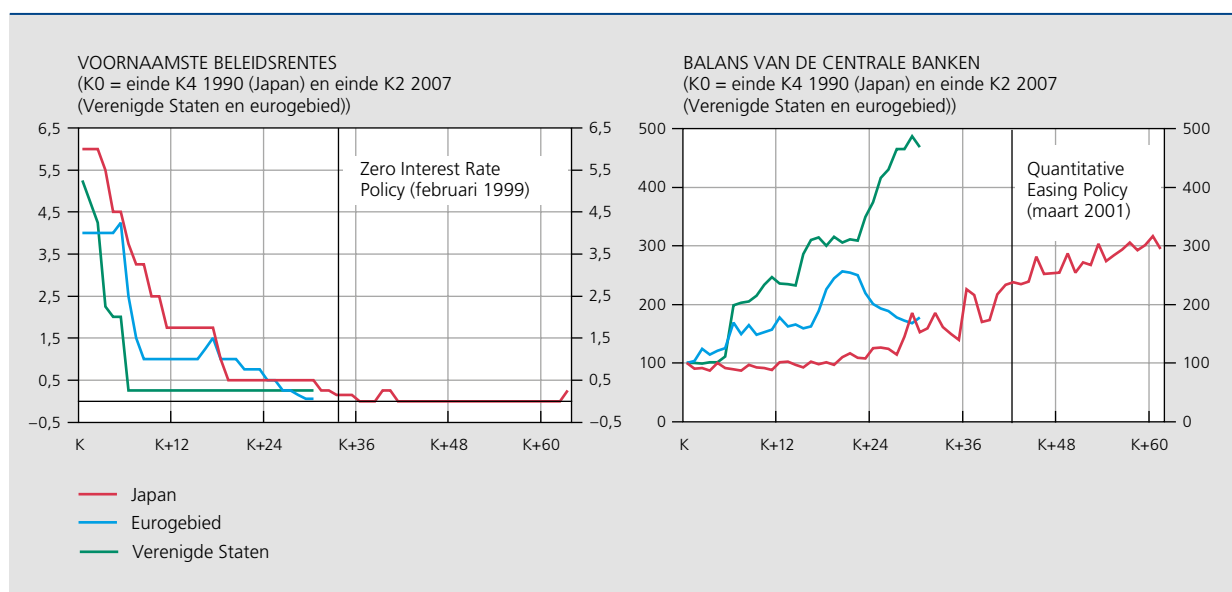
Hoewel de Japanse deflatie een algemeen en onverwacht verschijnsel bleek te zijn, bleef ze gematigd maar ook langdurig van aard. Dat doet vermoeden dat de Japanse economie structureel naar een nieuw evenwicht is geëvolueerd.

#### Algemeen en onverwacht

De Japanse deflatie trof een brede waaier van goederen en diensten (Nishizaki et al., 2014). Zoals blijkt uit de sterkere daling van de bbp-deflator dan van de consumptieprijsindex, was ze vooral van binnenlandse aard en vloeide ze nauwelijks voort uit externe schokken die verband hielden met het verloop van de grondstoffenprijzen. Daarnaast was de deflatie evenmin het resultaat van positieve productieschokken, die logischerwijs gepaard zouden gaan met een versnelde groei van de productie. Zo spruit ze voornamelijk voort uit een zwakke geaggregeerde vraag, wat haar potentieel kwaadaardig maakt (Ito en Mishkin, 2006).

Een ander aspect dat macro-economisch mogelijk niet zonder gevolgen blijft, is het onverwachte karakter van de deflatie. Hetzij vóór het ontstaan ervan, hetzij

**GRAFIEK 6** BELEIDSRENTE EN BALANS VAN DE CENTRALE BANKEN



Bron: Thomson Reuters Datastream.

tijdens het optreden ervan halfweg de jaren negentig of aan het begin van de jaren 2000, leken de door Consensus Economics vermelde inflatieverwachtingen immers nooit te wijzen op een langdurige periode van negatief prijsverloop.

Indien een daling van het algemene prijspeil onverwacht is, verzwakt ze de reële terugbetalingslast van een schuld met een vaste nominale rente, en vertaalt ze zich bijgevolg in een verschuiving van de koopkracht van de debiteurs naar de crediteurs. Aangezien de debiteurs doorgaans een grotere consumptieneiging vertonen dan de crediteurs, kunnen die verschuivingen de geaggregeerde vraag drukken en de deflatoire tendens versterken. Een dergelijk verschijnsel, waarbij de deflatie de schuldaflossing bemoeilijkt en uiteindelijk zichzelf in de hand werkt, werd als 'schulddeflatie' bestempeld (Irving Fisher, 1933). Zo is het, in een deflatoire context die de balanspositie van de debiteurs verzwakt, ook denkbaar dat de banken voorzichtiger worden in hun kredietverlening. Dat zal des te meer het geval zijn daar ze zelf ook hun schuld willen afbouwen en ze hun activa in prijs zien dalen. Zo ontstaat eventueel een mechanisme, de zogenoemde negatieve financiële accelerator, waarbij de verzwakking van de balanspositie van de economische subjecten de financieringsvoorwaarden van deze laatste doet verslechteren. Een dergelijk verschijnsel treedt doorgaans op bij een forse daling van de activaprijzen, maar het kan potentieel worden versterkt door een daling van het algemene prijspeil.

Hoewel de onverwachte deflatie van goederen en diensten theoretisch beschouwd een zekere rol kon spelen, zijn er weinig indicaties dat ze in Japan de macro-economische moeilijkheden na het uiteenspatten van de zeepbel heeft vergroot en dat ze bijgedragen heeft tot de economische stagnatie in de jaren negentig. In ieder geval waren de economische gevolgen van een waardeinstijging, in reële termen, van de Japanse schuld niet te vergelijken met die tijdens de grote depressie van de jaren dertig in de Verenigde Staten. Hoewel een negatieve financiële accelerator lijkt te zijn ontstaan, zou dit bovendien vooral toe te schrijven zijn aan de daling van de activaprijzen (Fushi et al., 2005).

#### Gematigd

De Japanse deflatie bedroeg doorgaans minder dan 1%. Gelet op de herhaalde schokken waardoor de Japanse economie werd getroffen en het geringere stimuleringsvermogen van het monetair beleid, mogen terecht vragen worden gesteld rond het langdurig karakter van de prijsdaling en rond het uitblijven van een deflatoire spiraal. Er kunnen drie elementen van antwoord worden aangereikt.

Een eerste element is de nominale flexibiliteit van de Japanse economie en meer specifiek de flexibiliteit van de lonen, die doorgaans rigider zijn dan de prijzen. Dankzij de neerwaartse flexibiliteit van de nominale lonen kunnen de reële lonen zich in een periode van deflatie aanpassen aan het prijsverloop. Op die manier kunnen de ondernemingen hun marges gemakkelijker vrijwaren, zonder aan de arbeidskrachten te raken. Doordat de werkgelegenheid niet wordt aangetast, blijft de koopkracht op macro-economisch niveau beter gehandhaafd; dit ondersteunt de geaggregeerde vraag en houdt de negatieve output gap binnen de perken.

Doorgaans bestaat er in de meeste landen een neerwaartse rigiditeit van de nominale lonen (Kuroda en Yamamoto, 2014), wat zou worden verklaard door, onder meer, het negatieve effect van een nominale loonsverlaging op het moreel van de werknemers, een belangrijke factor van hun productiviteit. In Japan, daarentegen, waren de nominale lonen vanaf 1998 vrij flexibel. Die flexibiliteit zou het gevolg zijn van zowel een loonsverlaging in nominale termen bij de *regular* werknemers als een stijging van het aandeel van de *non-regular* werknemers in het totale aantal werknemers (Kuroda en Yamamoto, 2014). Ze zou zijn vergemakkelijkt doordat de *regular* werknemers hun loon grotendeels ontvangen in de vorm van premies, die flexibeler zijn dan de lonen (Ito en Mishkin, 2006). De nominale loonflexibiliteit heeft er wellicht toe bijgedragen dat de Japanse werkloosheidsgraad relatief laag bleef, steeds onder de 5,5%.

Een tweede element is de verzwakking van de potentiële groei tegen de achtergrond van een trendmatige afname en, vooral, vergrijzing van de bevolking, wat de bevolking op arbeidsleeftijd de afgelopen twintig jaar heeft doen slinken. Door de vermindering van de bevolking op arbeidsleeftijd zijn de arbeidskrachten van de economie uiteraard afgenomen en werd de potentiële groei van deze laatste beknot. Zo bleef, *ceteris paribus*, de negatieve output gap beperkter, wat de negatieve druk op de prijzen verlaagde.

Een laatste element is de duidelijke stijging van de overheidsconsumptie en de instandhouding van de particuliere consumptie, twee ontwikkelingen die de geaggregeerde vraag ondersteunden tegen de achtergrond van een balansaanpassing. De door de particuliere consumptie geboden steun kan, in de context van een negatief vermogens-effect als gevolg van het uiteenspatten van de zeepbel, verwonderlijk lijken, maar de huishoudens hebben er blijkbaar voor geopteerd minder te sparen. De door de overheidsuitgaven geboden steun, van zijn kant, speelde een fundamentele rol ter compensatie van de aanzienlijke daling van de particuliere investeringen die sinds het begin van de jaren negentig de groei duidelijk

drukte. Dit element beklemtoont het belang van een degelijke coördinatie van het monetaire en het begrotingsbeleid in een klimaat van lage inflatie en een monetaire beleid dat beperkter is om extra stimulus te genereren.

### Langdurig

De deflatie in Japan is langdurig van aard, aangezien ze gedurende meer dan vijftien jaar haar stempel heeft gedrukt op de Japanse economie. Zo kan worden betoogd dat het geen tijdelijk conjunctureel verschijnsel is, maar veeleer wijst op een structurele ontwikkeling van de economie (Nakaso, 2014).

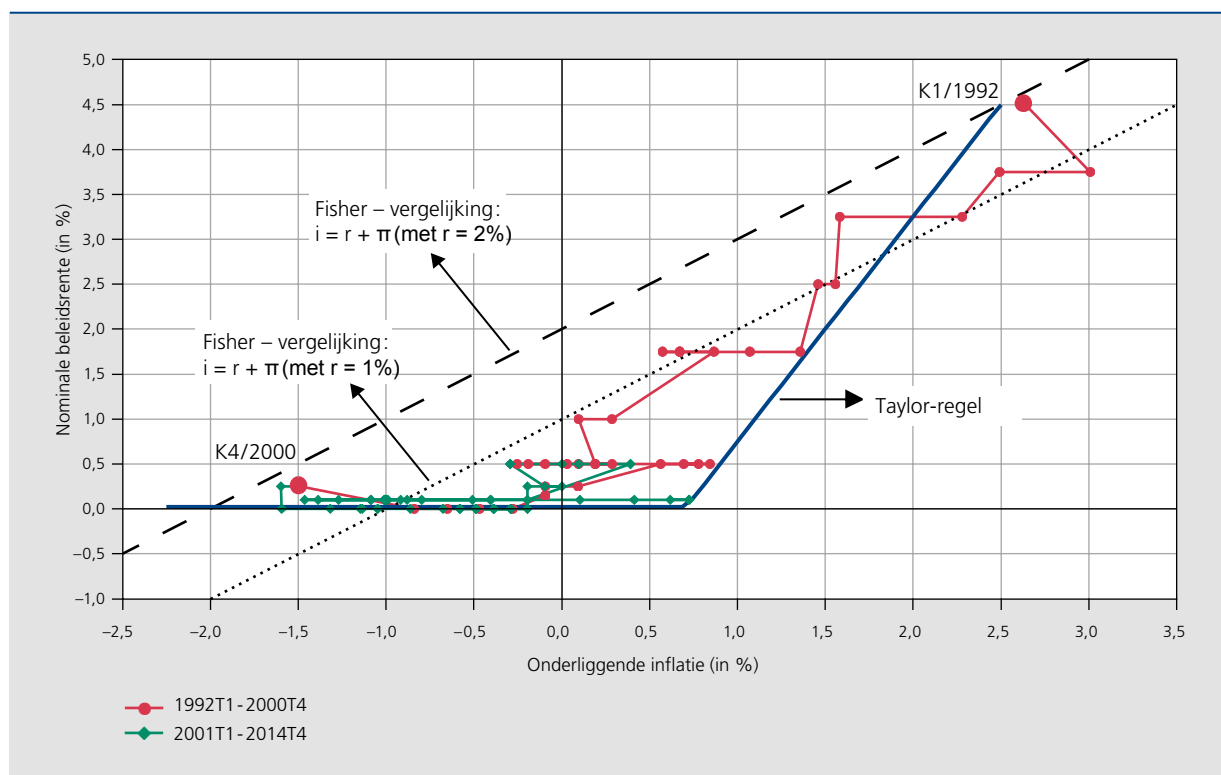
In dat opzicht zou de Japanse economie aldus, tussen het begin van de jaren negentig en het begin van de jaren 2000, overgegaan zijn van een evenwichtssituatie met een relatief hoge nominale rente en een relatief hoge inflatie naar een nieuw evenwicht met een nominale rente dicht bij nul en een deflatoire context. Sindsdien zou ze zich grotendeels rond dit nieuwe evenwicht hebben gehandhaafd. Grafiek 7 is gebaseerd op de analyse van Bullard (2010), waaruit blijkt dat de Amerikaanse economie zich, als gevolg van de grote recessie, leek te richten naar een deflatoir evenwicht vergelijkbaar met dat

van Japan. Bullard (2010) geeft een model weer met twee mogelijke evenwichtssituaties voor een economie: een eerste waarin de inflatie zich in de buurt van de doelstelling van de centrale bank bevindt en een tweede waarin de inflatie negatief is, maar de nominale rente gelijk is aan nul, zodat ook de reële rente positief is.

De evenwichten worden gekenmerkt door het raakpunt van de rechte die de Fisher-vergelijking weergeeft – volgens welke de nominale rente bestaat uit de reële rente en het inflatiecijfer – en de curve die de Taylor-regel weergeeft – die beschrijft op welke wijze de monetaire autoriteiten de nominale rente aanpassen als reactie op een verandering in het inflatiepeil. Rond het inflatoire evenwicht is de hellingsgraad van de curve beschreven door de Taylor-regel groter dan die van de Fisher-vergelijking zodat een aanpassing van de nominale rente een wijziging in de reële rente teweegbrengt. De Taylor-curve wordt horizontaal wanneer de nulgrens voor de nominale rente wordt bereikt; op dat ogenblik kan immers niet langer op een daling van de inflatie worden gereageerd door de beleidsrente te verlagen.

Op het evenwichtspunt rechts bovenaan heeft de inflatie haar doelstelling bereikt en is er, op voorwaarde dat er

**GRAFIEK 7** BELEIDSRENTE EN ONDERLIGGENDE INFLATIE



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

zich geen schok voordoet, geen reden waarom de nominale rente of het inflatiecijfer zou veranderen. Mocht de inflatie evenwel licht dalen ten opzichte van de doelstelling, dan zou de centrale bank reageren door de nominale rente meer dan verhoudingsgewijs te verlagen. Mocht de inflatie daarentegen boven de doelstelling uitstijgen, dan zou de centrale bank de nominale rente meer dan verhoudingsgewijs optrekken. De tijdelijke onevenwichtigheden worden zodoende gecorrigeerd door de reële rente te wijzigen. Dat punt geeft min of meer de Japanse economie in het eerste kwartaal van 1992 weer. Met een inflatiecijfer van 2,5% en een potentiële groei van 2% schommelde de nominale rente toen rond 4,5%.

Op het evenwichtspunt links onderaan heeft de nominale rente haar bodempeil bereikt – de centrale bank is niet langer in staat de economie extra te stimuleren – en wordt de inflatie negatief, ver onder haar doelstelling. Of de inflatie nu in dat stadium enigszins daalt of stijgt, ze zal verwijderd blijven van de doelstelling van de centrale bank en deze laatste zal haar nominale beleidsrente derhalve op nul handhaven. Eigenlijk is het monetair beleid passief. Aangezien de effectieve reële rente haar evenwichtspeil bereikt, groeit de economie toch naar haar potentieel peil, dat weliswaar sinds begin de jaren negentig gedaald is als gevolg van demografische en productiviteitsontwikkelingen. Dit bewijst de monetaire neutraliteit op lange termijn: mettertijd komt de groei van de reële variabelen los te staan van die van de nominale variabelen zoals de inflatie of de nominale rente.

De overgang van het eerste naar het tweede evenwicht heeft blijkbaar plaats wanneer de helling van de curve van de Taylor-regel minder dan één bedraagt. In dat geval is de centrale bank niet langer in staat meer dan verhoudingsgewijs te reageren op een daling van de inflatie tot onder haar doelstelling en is het derhalve waarschijnlijker dat de economie naar het tweede evenwicht overgaat. Het relatief voorzichtig monetair beleid van de Bank of Japan kan in dat verband worden geïnterpreteerd als een té gematigde reactie op negatieve inflatieverschillen, waardoor de effectieve reële rente onvoldoende sterk en snel kon worden verlaagd.

### 1.3 Een nieuw evenwicht: behoorlijke macro-economische resultaten, maar een broos evenwicht

Zo blijkt de reële groei van de Japanse economie in de recente periode ongeveer op zijn potentiële niveau te zijn gebleven, wat doet vermoeden dat aan het nieuwe, licht deflatoire evenwicht dat aan het begin van de jaren 2000

werd bereikt, geen kosten zijn verbonden. Die bewering doet evenwel twee belangrijke vragen rijzen: ten eerste, waarom wordt, in dat geval, regelmatig verwezen naar de ‘verloren decennia’ die Japan doormaakte als gevolg van het uiteenspatten van de zeepbel (zie, bijvoorbeeld, Lipton, 2014)? En ten tweede, is dat evenwicht stabiel en werkelijk kosteloos?

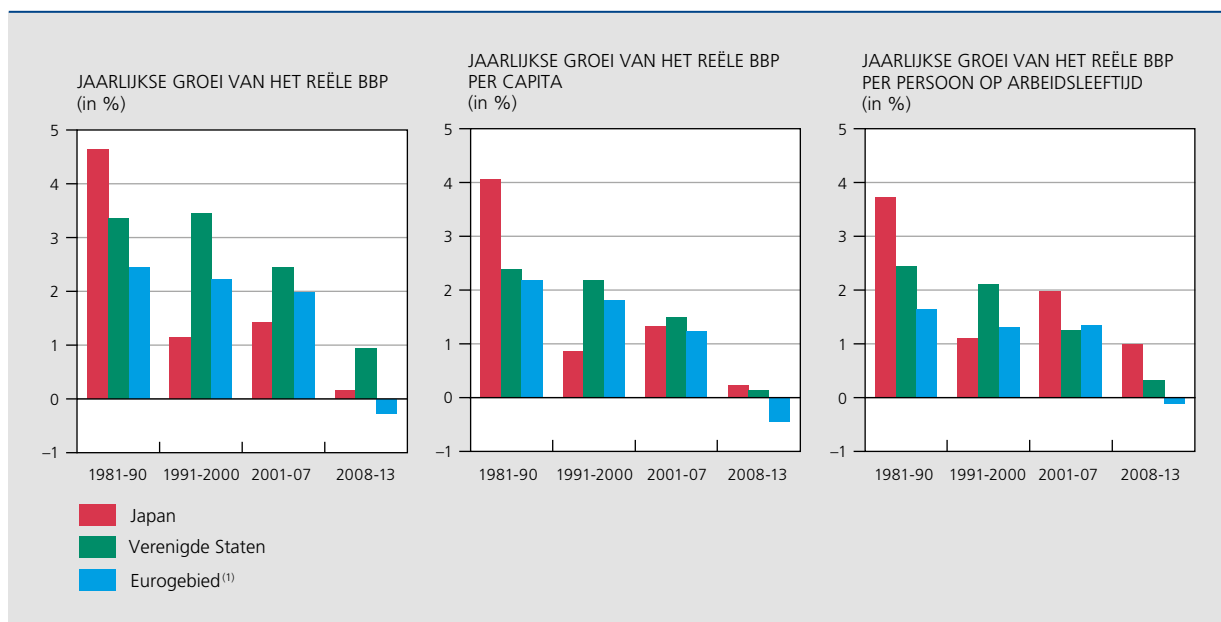
#### Behoorlijke macro-economische resultaten

De beschrijving van de ‘verloren decennia’ waarmee het verloop van de Japanse economie tijdens de laatste twintig jaar wordt aangeduid, wordt verklaard door het feit dat de output gap in de archipel sinds het begin van de jaren negentig zeer sterk negatief bleef, terwijl de economische groei er lager lag dan in de Verenigde Staten of dan in het eurogebied. Van naderbij beschouwd echter, namelijk wanneer de demografische ontwikkelingen van het land in aanmerking worden genomen, lijkt de term ‘verloren’ deels verkeerd te zijn gebruikt.

Twee relevante indicatoren van de economische resultaten van de geavanceerde economieën zijn immers de reële groei per hoofd van de bevolking en, meer nog, de reële groei per persoon op arbeidsleeftijd. De reële groei per hoofd van de bevolking geeft een indicatie omtrent het verloop van de materiële levensstandaard van de bevolking, terwijl de reële output per persoon op arbeidsleeftijd informatie verstrekt over het vermogen van een economie om haar productiepotentieel efficiënt te benutten. Volgens de eerste indicator bleek Japan in de jaren negentig zwakker te presteren dan de Verenigde Staten en het eurogebied, maar in de jaren 2000 is dat niet langer het geval. Bovendien doet Japan het sinds de in 2008 begonnen grote recessie blijkbaar relatief beter. Inzake de reële groei per persoon op arbeidsleeftijd scoorde Japan in de jaren negentig eveneens minder goed – vooral in vergelijking met de Verenigde Staten –, maar sindsdien lijkt het land het duidelijk beter te hebben gedaan dan de twee andere economieën.

In werkelijkheid vloeien Japans minder goede resultaten in termen van reële economische groei de afgelopen twee decennia blijkbaar vooral voort uit de demografische ontwikkelingen van het land. Rekening houdend met deze laatste, moet de beschrijving ‘verloren decennium’ waarmee de jaren negentig in de Japanse archipel worden aangeduid, enigszins worden gerelativeerd, terwijl een dergelijke beschrijving voor de jaren 2000 geen steek houdt. Die resultaten stroken met de bovenvermelde opvatting dat de economie een nieuw evenwicht zou hebben bereikt met een lage inflatie, maar met een groei die strookt met zijn potentieel.

**GRAFIEK 8** VERLOOP VAN DE REËLE BBP-GROEI



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

(1) Zes belangrijke economieën van het eurogebied: België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje.

### Een broos evenwicht

Gelet op de voor de nominale beleidsrente aangehouden nul-ondergrens, beperkt een deflatoire situatie het vermogen van de centrale bank om de economische bedrijvigheid te stimuleren en de inflatie te stabiliseren. In die context stijgt het gevaar dat een economie, in geval van een schok, in een seculaire stagnatie belandt, dat is een situatie waarin de economische groei gelijk aan nul, of futloos, is omdat het traditioneel monetair beleid niet werkt (zie NBB, 2015, p. 55-56). Een in nominale termen zwakkere economische groei betekent tevens een hoger risico voor de houdbaarheid van de overheidsschuld, wat verderop wordt besproken. Tegen die achtergrond lijkt het evenwicht dat sinds het begin van de jaren 2000 de Japanse economie kenmerkt, niettemin broos en potentieel duur, hoewel er in reële termen blijkbaar geen directe kosten aan verbonden zijn.

Uit theoretisch oogpunt kan op het gevaar voor seculaire stagnatie gereageerd worden met verscheidene macro-economische en structurele beleidsmaatregelen. In de eerste plaats kan de centrale bank een inflatiedoelstelling vastleggen die de verwachtingen verankert en aldus het deflatierisico beperkt. De centrale banken die reeds een inflatiedoelstelling hanteren, kunnen hun streefdoel verhogen mits dat de geloofwaardigheid niet aantast. Ten tweede kan de centrale bank de zogeheten

niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten inzetten, bijvoorbeeld kwantitatieve versoepeling en forward guidance, die de langerlopende rente in de economie kunnen drukken. Ten derde kan een expansief begrotingsbeleid worden gevoerd, dat de geaggregeerde vraag kan ondersteunen en de negatieve output gap kan verkleinen. Ten slotte kunnen structurele hervormingen ter ondersteuning van het groeipotentieel ten uitvoer worden gelegd. Hoewel die hervormingen tijdelijk negatieve effecten kunnen sorteren op de geaggregeerde vraag en/of de negatieve output gap kunnen verruimen, zouden ze op termijn de groei moeten versterken via een efficiëntere aanwending van de economische middelen. Het sinds 2013 door eerste minister Shinzo Abe van Japan gevoerde beleid, het zogenoemde Abenomics-beleid, omvat precies die diverse elementen.

## 2. Abenomics

Het was naar de Japanse eerste minister Shinzo Abe dat in 2013 een economisch programma werd genoemd dat op drie pijlers berust en tot doel heeft een einde te maken aan de periode van economische stagnatie en deflatie en tegelijkertijd het hoofd te bieden aan de hoge en toenemende overheidsschuld. Een eerste pijler betreft het monetair beleid en behelst een volledige omslag in het monetairbeleidsstelsel. In januari 2013 introduceerde de

Bank of Japan een kwantitatieve inflatiedoelstelling van 2 % en in april 2013 – na de aanstelling van gouverneur Kuroda – werd het beleid van Qualitative en Quantitative Easing (QQE) geïntroduceerd teneinde die inflatiedoelstelling tegen eind 2015 te bereiken, inmiddels uitgesteld tot de eerste helft van 2016. De tweede pijler omvat het budgettaire beleid dat op korte termijn expansief en groei-ondersteunend is, maar op langere termijn begrotingsconsolidatie zou moeten nastreven omdat de houdbaarheid van de overheidsschuld één van de belangrijkste risico's is voor de Japanse economie. De derde pijler zijn structurele hervormingen om de particuliere investeringen te ondersteunen en de potentiële groei te verhogen. De Japanse regering maakte dit in juni 2013 concreet onder de noemer 'Japan Revitalization Strategy'. Bij een update ervan in juni 2014 werd een doelstelling toegevoegd van gemiddeld 2 % reële bbp-groei tegen 2022. Deze derde pijler is de meest cruciale component van Abenomics omdat noch een soepel monetair beleid noch een expansief budgettaire beleid de economie naar een duurzaam hoger groeipad kan leiden en de houdbaarheid van de overheidsschuld kan garanderen.

## 2.1 Monetair beleid

Het monetair beleid zoals dat is uitgetekend in de eerste pijler van Abenomics betekende een zware breuk met het beleid zoals het tot dan toe werd gevoerd. Met de invoering van het QQE-programma kondigde de Bank of Japan aan dat de geldbasis in twee jaar tijd zou verdubbelen, het zogenoemde kwantitatieve aspect. Dit impliceerde een toename met 50 000 miljard yen per jaar; na een nieuwe beslissing in oktober 2014 werd dat bedrag opgetrokken tot 80 000 miljard yen per jaar. Dat is een massale injectie van liquiditeiten in de economie (op dit ogenblik reeds meer dan 60 % bbp) vergeleken met de tijdens de wereldwijde financiële crisis in andere landen opgetekende expansie van de centralebankbalansen.

Aan de activazijde – het kwalitatieve aspect – worden hoofdzakelijk overheidsobligaties aangekocht, maar ook particuliere activa (bijvoorbeeld handelspapier, bedrijfsobligaties, exchange-traded funds (ETF) en real estate investment trusts (REITS)). De uitstaande looptijd van de aangehouden overheidsobligaties werd verlengd van iets minder dan drie jaar tot ongeveer zeven jaar, waardoor de volledige risicovrije rentecurve neerwaarts verschoof. Belangrijk voor de geloofwaardigheid van het QQE-programma is het gebruik van een 'open-ended commitment'. Dat is een onvoorwaardelijke verbintenis om de inflatiedoelstelling te bereiken, met andere woorden het aankoopprogramma wordt niet stopgezet vooraleer de inflatiedoelstelling is gehaald. Een en ander zou een

scenario zoals dat van 2006 moeten vermijden; het toenmalige QE-programma werd stopgezet, terwijl de inflatie nog negatief was. Die beslissing maakte Japan kwetsbaar voor een terugval in deflatie mocht er zich een additionele significante negatieve vraagschok voordoen, wat met de financiële crisis in 2008 bewaarheid werd.

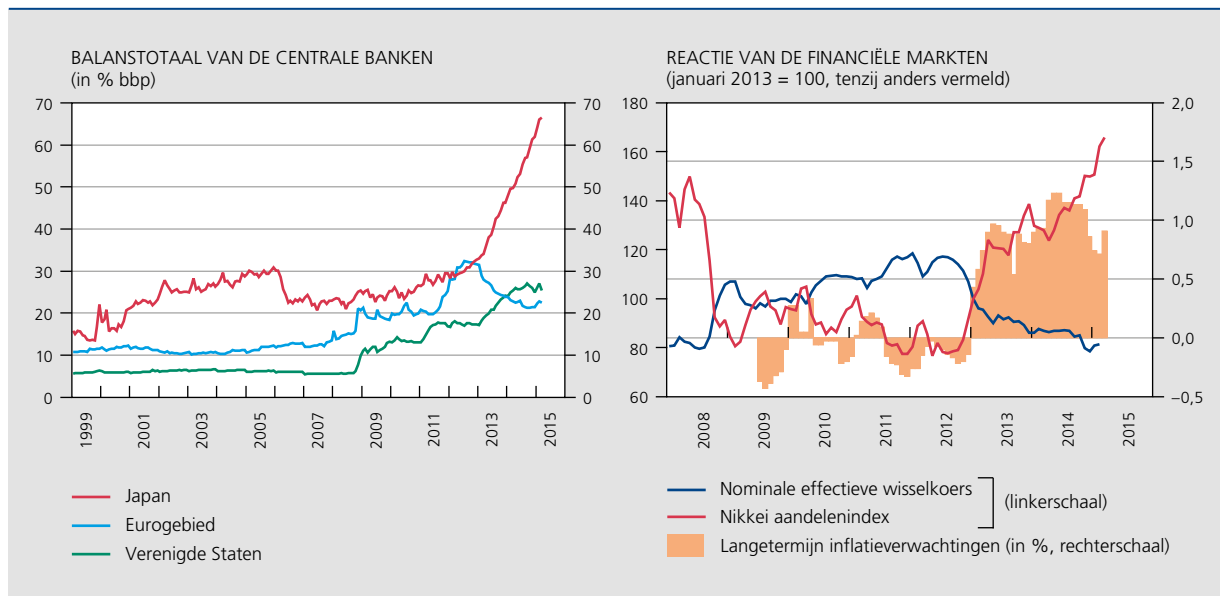
Het initiële effect op de inflatieverwachtingen was, zoals gehoopt, opwaarts, dat betekent dat het een daling van de reële rente tot gevolg had, ook omdat de aankopen van overheidsobligaties door de Bank of Japan de nominale rente drukten. Toch stabiliseerden de inflatieverwachtingen zich op een niveau onder de doelstelling van 2 %, wat wijst op een geloofswaardigheidsdeficit van de centrale bank. Naarmate in de loop van 2014 duidelijk werd dat, als gevolg van een btw-verhoging, Japan opnieuw in een recessie zou belanden en aangezien de olieprijs bovendien sterk bleef zakken, daalden ook de inflatieverwachtingen. De Bank of Japan achtte het daarom nodig om eind oktober 2014 extra stimulus te geven. Naast de daling van de reële rente zorgde ook de depreciatie van de Japanse yen voor een versoepeling van de monetaire voorwaarden, wat aan het concurrentievermogen ten goede kwam. Het QQE-programma deed tevens de aandelenprijzen aanzienlijk stijgen. Aangezien de groei-vooruitzichten niet fors opwaarts werden herzien, vragen sommige commentatoren zich af of die stijging van de aandelenprijzen wel in verhouding staat tot de verwachte dividendstroom.

## 2.2 Budgettaire beleid

De tweede pijler, het budgettaire beleid, is een combinatie van stimulus op korte termijn en consolidatie op (middel-)lange termijn. Daarom werd voorgesteld tegen 2020 een primair evenwicht te bereiken en de schuldratio te stabiliseren. Een eerste fase in de begrotingsconsolidatie was de btw-verhoging in twee stappen. De eerste verhoging – van 5 % tot 8 % – had plaats in april 2014, maar daar volgde een economische recessie op. Dat wijst op een eerste belangrijke uitdaging inzake budgettaire beleid, namelijk het verzoenen van de voorgestelde begrotings-sanering met het bereiken van een 2 % belopende doelstelling inzake reële groei. De regering reageerde op deze technische recessie door aan het einde van 2014 een extra begrotingsstimulus te geven en de tweede btw-verhoging (tot 10 %) uit te stellen. Daardoor komt het bereiken van een begrotingsevenwicht in 2020 evenwel in het gedrang.

De grootste uitdaging voor Abenomics en voor de Japanse economie in het algemeen is echter de houdbaarheid van de overheidsschuld. Ondanks de omvang van die schuld

**GRAFIEK 9** HET MONETAIR BELEID VAN DE BANK OF JAPAN



Bron: Thomson Reuters Datastream.

bleven de rentelasten relatief beperkt vanwege de massale aankopen van overheidseffecten door de Bank of Japan en een persistent spaaroverschot in de private sector. Tegelijkertijd maakt de omvang van de overheidsschuld Japan kwetsbaar voor een eventuele rentestijging. Indien het Abenomics-beleid, met een inflatiedoelstelling van 2% en een reële groei-doelstelling van 2%, slaagt, mag een stijging van de nominale rentetarieven, en dus van de rentelasten, worden verwacht. De OESO (2015) heeft verschillende scenario's gesimuleerd waarin de Japanse overheid al dan niet extra besparingsmaatregelen neemt om de stijging van de rentelasten te compenseren en waarin zowel de reële groei als de inflatie toeneemt. Volgens die simulaties waarin er wordt van uitgegaan dat de Japanse overheid geen additionele budgettaire consolidatiemaatregelen neemt en dat de nominale groei gemiddeld 2,75% bedraagt, kan de overheidsschuld oplopen tot 400% bbp in 2040. Rentetarieven zijn dan inmiddels opgelopen tot 7% als gevolg van hoge risicopremies. Op voorwaarde van een extra begrotingsconsolidatie ten bedrage van ongeveer 7% bbp – bijvoorbeeld een btw-verhoging van 8% tot 22% –, stabiliseert de schuldratio zich op het hoge niveau van vandaag of neemt ze af tot 122% bbp in 2040, afhankelijk van de gemiddelde nominale groei.

De belangrijkste factoren die de houdbaarheid van de overheidsschuld in Japan hebben ondersteund, zijn de zogenoemde 'home bias' van de Japanse belegger en het spaaroverschot van de private sector dat samenhangt met het overschot op de lopende rekening en dat geleid

heeft tot een aanzienlijke positieve netto internationale investeringspositie.

Ongeveer 90% van de Japanse overheidsschuld wordt aangehouden door ingezetenen. De economische literatuur is er tot dusver niet in geslaagd een dergelijke 'home bias' duidelijk te verklaren: het gaat erom dat beleggers op binnenlandse activa lagere rendementen aanvaarden – zelfs risicogezuiverd. Verklarende factoren die naar voren worden geschoven, zijn de aversie voor wisselkoersrisico's en de prudentiële kapitaalvoorschriften waarbij (binnenlandse) overheidsobligaties een laag tot geen risicogewicht toegewezen krijgen (Hoshi & Ito, 2014). De Japanse overheidsschuld wordt voor het overgrote deel aangehouden door de binnenlandse financiële instellingen (banken, verzekeraars en pensioenfondsen). De recente inkrimping van hun aandeel wordt vrijwel integraal gecompenseerd door het aankoopprogramma van de centrale bank die voornamelijk langlopend papier koopt. De – zij het beperkte – toename van het buitenlands houderschap sinds 2007 weerspiegelt vooral de belangstelling voor kortlopend overheidspapier (<1 jaar) als deel van een 'flight to safety', toen ook andere overheden dergelijke titels met vergelijkbare lage korte rentes begonnen aan te bieden (Horioka et al., 2013).

Het spaargedrag van de Japanners tijdens de afgelopen decennia heeft geleid tot een aanzienlijke vermogensopbouw, wat zich tevens weerspiegelt in een stevige positieve netto internationale investeringspositie die in 2013 74%



bbp beliep. Recentelijk zijn er in het spaargedrag evenwel enkele verschuivingen opgetekend die deze goede uitgangspositie (uit het oogpunt van de houdbaarheid van de overheidsschuld) kunnen ondergraven. De laatste jaren hebben vooral de bedrijven bijgedragen aan het spaaroverschot van de private sector, terwijl de spaarquote van de huishoudens beduidend gedaald is en er recentelijk zelfs een negatieve spaarquote in procenten van het beschikbaar gezinsinkomen is opgetekend. Factoren die daaraan bijdragen, zijn de vergrijzing van de bevolking maar ook conjuncturele factoren zoals de daling van de reële lonen. Voor de economische groei is het bovendien wenselijk dat de bedrijven hun spaaroverschot afbouwen ten voordele van investeringen of hogere lonen. Vanuit een andere invalshoek beschouwd, wordt, vanwege een tekort op de handelsbalans, ook het overschot op de lopende rekening kleiner. Dit laatste is slechts deels te wijten aan de toegenomen energie-invoer na de kernramp in Fukushima. Zolang het saldo op de lopende rekening positief is, kan de 'marginale' koper van nieuw uitgegeven overheidsschuld een ingezetene zijn en gegeven de vermelde 'home bias' is die kans groot. Een en ander kan evenwel in het gedrang komen, mocht dat saldo verder afnemen.

### 2.3 Structureel beleid

De derde en belangrijkste pijler van het Abenomics-beleid is de implementatie van structurele hervormingen. Van het vraagstimulerend beleid van de eerste twee pijlers (monetair en budgettair) wordt verwacht dat het de noodzakelijke impuls kan geven om de Japanse economie uit het deflatoir evenwicht te halen waarin ze zich al meer dan een decennium bevindt. Het zal evenwel afhangen van de effectieve implementatie van de structurele hervormingen en de positieve impact daarvan op de potentiële groei of de Japanse economie op (middel)lange termijn al dan niet een duurzaam hoger groeipad kan realiseren. Bovendien kunnen structurele hervormingen ook op korte termijn een positief effect hebben omdat het vooruitzicht op een hogere productiviteit en op hogere inkomens reeds meteen aanleiding kan geven tot supplementaire investeringen en gezinsbestedingen (ECB, 2015).

Het structureel beleid, onder de noemer van de Revitalization Strategy, is in diverse domeinen actief: gezondheidszorg, landbouw, handelsverdragen, corporate governance, arbeidsmarkt, sociale zekerheid/pensioenen, belastinghervorming, energiesector en hervorming van het kiessysteem. De belangrijkste uitdagingen waarvoor de Revitalization Strategy zich geplaatst ziet, zijn de daling van het effectief arbeidsaanbod, een verdere integratie van Japan in de wereld-economie en het verhogen van de productiviteit.

#### 2.3.1 Daling van het effectief arbeidsaanbod afremmen

In Japan neemt de bevolking op arbeidsleeftijd sinds het midden van de jaren negentig af. Verwacht wordt dat die tendens zich de komende decennia zal voortzetten. Vanwege de toenemende vergrijzing zal dat in een sneller tempo gebeuren dan voor de integrale bevolking, waardoor de afhankelijkheidsratio fors zal toenemen. De totale bevolking daalt van 127 miljoen eenheden vandaag tot minder dan 100 miljoen tegen 2050 en de bevolking op arbeidsleeftijd daalt van ongeveer 78 miljoen vandaag tot 50,5 miljoen in 2050.

Die daling kan deels worden afgeremd door een hogere activiteitsgraad van de vrouwelijke beroepsbevolking. Indien de activiteitsgraden van de mannelijke en vrouwelijke beroepsbevolking, momenteel respectievelijk 85% en 66% op het niveau van 2014 zouden blijven, zal de beroepsbevolking slinken tot 38 miljoen in 2050 tegen 59 miljoen vandaag. Gelet op de reeds hoge activiteitsgraad bij de mannen, kan die daling voornamelijk worden afgeremd door een stijging van de activiteitsgraad bij de vrouwen. Indien de activiteitsgraad van de vrouwen met 1 procentpunt per jaar zou stijgen tot het niveau van de mannen vandaag, zou de daling van de beroepsbevolking worden afgeremd tot 43 miljoen.

Een belangrijke reden van deze geringe arbeidsparticipatie van de vrouwen is dat minder dan de helft van de Japanse vrouwen zich na de geboorte van een kind opnieuw beschikbaar stelt voor de arbeidsmarkt. Daarom plant de Revitalization Strategy een toename van het aantal opvangplaatsen voor kinderen. Uit onderzoek blijkt bovendien vaak een stijging van de geboortecijfer wanneer de kinderopvang wordt uitgebreid. Daarnaast kan het activeren van de Japanse vrouwen mee worden ondersteund door een herziening van de huidige personenbelasting waarbij een niet-werkende echtgenoot het huishouden recht geeft op een ruime belastingsaftrek.

Ook het versoepelen van de immigratieregels kan helpen om de beroepsbevolking op peil te houden. Tussen 2001 en 2011 nam het aandeel buitenlanders in de Japanse bevolking slechts toe van 1,4% tot 1,6%, terwijl uit bedrijfsenquêtes nu reeds arbeidstekorten blijken. De Revitalization Strategy voorziet evenwel niet in kwantitatieve criteria voor migratie. Ten slotte kan ook het verhogen van de werkgelegenheidsgraad van oudere werknemers een belangrijke bijdrage leveren. Tal van bedrijven leggen een verplichte pensioenleeftijd van 60 jaar op, onder meer vanwege de loonschalen die zijn opgesteld volgens leeftijd.

### 2.3.2 Integratie van Japan in de wereldeconomie

Terwijl Japan in de jaren tachtig aan de zogenoemde 'global technology frontier' stond, wat een concurrentievoordeel opleverde, is dat nu niet langer het geval. Maatstaven die het concurrentievermogen in ruime zin meten, bijvoorbeeld de international competitiveness indicator van het International Institute for Management Development (IMD), tonen dat Japan in 2012 gezakt is van de eerste (van 1989 tot 1993) naar de 27ste plaats (op 59 landen). Over de laatste twee decennia is ook het aandeel van Japan in de wereldhandel, gemeten op basis van de uitvoer, gedaald van 10 % naar 4 %. Bovendien zag Japan ook zijn ruilvoet fors verslechteren omdat de Japanse uitvoerprijzen lijdend onder de concurrentie vanuit de opkomende Aziatische landen.

De Revitalization Strategy heeft tot doel 70 % van de totale handel te voeren met landen waarmee een handelsakkoord is gesloten (de zogeheten Economic Partnership Agreements); op dit ogenblik betreffen de veertien akkoorden ongeveer 25 % van de totale Japanse handel. Daarom zal worden getracht het Trans-Pacific Partnership op te zetten en additionele akkoorden te sluiten met belangrijke handelspartners zoals de Verenigde Staten, China en de Europese Unie. Vooral in de dienstensector is er nog veel ruimte voor internationale openstelling en zodoende een positief effect te sorteren op de productiviteit in deze sector. Belangrijk is voorts dat, voor het eerst, eindelijk ook de bescherming van de landbouwsector wordt afgebouwd.

Het verder vrijmaken van de handel zou ook buitenlandse directe investeringen moeten aantrekken. Hoewel Japanse bedrijven wereldwijd aanwezig zijn, is de binnenlandse stock aan buitenlandse directe investeringen één van de laagste van de ontwikkelde economieën (minder dan 4 % bbp, tegen een OESO-gemiddelde van 35 %). In het kader van de Revitalization Strategy zou het uitstaande bedrag tegen 2020 moeten verdubbelen. Volgens buitenlandse bedrijven zijn de belangrijkste beperkingen voor buitenlandse investeringen in Japan: het lage niveau aan M&A, de hoge vennootschapsbelasting, een onduidelijk regelgevend kader, een hoge arbeidsbescherming en regels die de immigratie van buitenlandse werkrachten belemmeren (European Business Council in Japan (EBC), 2014).

### 2.3.3 Verhogen van de productiviteit

Naast het verhogen van de productiviteit door de Japanse economie verder open te stellen voor de wereldwijde concurrentie, mikt de Revitalization Strategy tevens op een effect via het verbeteren van het corporate governance framework. Het is de bedoeling dat kader af te stemmen

op de 'standard OECD-practices'. Daaraan kan worden bijgedragen door, onder meer, het verminderen van de cross-share holdings en het aanmoedigen/verplichten van buitenlanders in directies of raden van bestuur.

In tegenstelling tot de bewering 'All Japanese are middle-class' is de ongelijkheid de afgelopen dertig jaar fors toegenomen (Aoyagi et al., 2015). De Japanse arbeidsmarkt wordt immers gekenmerkt door een toenemende graad van dualiteit tussen werknemers met een regulier (regular) contract en 'non-regular'-werknemers. Het aandeel van deze laatste groep is toegenomen van 20 % in 1980 tot 35 % in 2013, en het zijn voornamelijk vrouwen en ouderen die in dit circuit tewerk worden gesteld. Naast het aanzienlijk verschil in salaris (ongeveer één derde tot de helft minder), hebben ze ook minder jobzekerheid, genieten ze minder sociale zekerheid en krijgen ze minder opleidingen, wat nefast is voor hun arbeidsproductiviteit.

## 3. Lessen voor het eurogebied

In dit laatste hoofdstuk worden, meer bepaald ten behoeve van het eurogebied, enkele lessen getrokken uit de ervaring van Japan tijdens de afgelopen 25 jaar. Drie belangrijke conclusies springen in het oog: de crisissen veel eerder voorkomen dan verhelpen, van bij het begin zorgen voor een degelijke verankering van de inflatieverwachtingen en snel en gecoördineerd reageren met een politiek van vraag en aanbod. De Japanse realiteit bewijst tevens dat het aan deflatie vasthangend prijskaartje afhankelijk is van de kenmerken van een economie en meer bepaald van de nominale flexibiliteit ervan.

### De crisissen veeleer voorkomen dan verhelpen

Bijna zeven jaar na het begin van de grote recessie in de Verenigde Staten en het eurogebied, lijkt het weinig twijfel dat recessies die gepaard gaan met financiële crisissen lang duren en ernstig zijn. Het Japan van de jaren negentig is daar nog een voorbeeld van. Uit onderzoek blijkt voorts dat die periodes niet op zichzelf staan: Taylor (2015) heeft ter zake heel wat onderzoekswerk verricht en hij komt tot de conclusie dat recessies die volgen op financiële crisissen langer duren en dieper zijn dan recessies die het resultaat zijn van andere schokken.

Het is dus belangrijk een financiële crisis te voorkomen. Hoewel die bevinding op dit ogenblik vanzelfsprekend lijkt, hebben de beleidsmakers kennelijk toch niet voldoende lering getrokken uit de ervaring van Japan, die aantoont hoe schadelijk de gevolgen van het uiteenspaten van een financiële zeepbel zijn.

Daarom is de afgelopen jaren een aanvang gemaakt met de uitbreiding van het Europees en het Belgisch institutioneel kader. De klemtoon werd duidelijk verlegd naar de macroprudentiële dimensie van het toezicht teneinde niet alleen te zorgen voor de gezondheid van de afzonderlijke financiële instellingen, maar ook te waken over de systemische dimensie van de financiële stabiliteit. Nieuwe instellingen werden bovendien belast met het macroprudentieel beleid: op Europees niveau werd het Europees Comité voor Systeemrisico's (ECSR) opgericht, de ECB kreeg een grotere rol toebedeeld in het kader van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme dat onder haar leiding staat, en op nationaal niveau werd de NBB belast met het macroprudentieel beleid. De grotere aandacht voor het financieel systeem in zijn geheel moet financiële crisissen mee helpen bezweren en de eraan verbonden kosten beperken.

De ervaring in Japan leert voorts dat een financiële crisis, indien ze niet kan worden vermeden, een zeer snelle sanering van de financiële sector vergt teneinde deze laatste in staat te stellen zijn financiële intermediatierol ten volle te spelen. In Japan heeft het gebrek aan doortastendheid van de autoriteiten om de problemen van de banken op te lossen meer dan waarschijnlijk de crisis doen aanslepen. In het eurogebied werden de banken sneller geherkapitaliseerd en de sanering van de banksector maakte eind 2014 een cruciale fase door. De publicatie, in oktober 2014, van de resultaten van de alomvattende beoordeling van de balansen van de belangrijkste banken uit het eurogebied was immers doorslaggevend om de herkapitalisatie van de sector te versterken.

#### De inflatieverwachtingen stevig verankerd houden

De Japanse ervaring leert dat deflatie, zodra ze deel uitmaakt van het DNA van de economie, moeilijk te bestrijden valt. De Bank of Japan bepaalde pas in januari 2013 een echte expliciete inflatiedoelstelling en haar communicatie zaaide geregeld twijfel over haar vastberadenheid, of zelfs haar vermogen, om de prijsstabiliteit te waarborgen. Ze heeft, ten slotte, lang geaarzeld om maatregelen te nemen voor een verdere versoepeling van haar monetair beleid. Al deze elementen zijn niet van zodanige aard dat ze de inflatieverwachtingen stevig verankerd houden, wat nochtans van cruciaal belang is in het kader van de beïnvloeding van de reële rente en de aanpassing van de monetairbeleidskoers.

Deze situatie contrasteert met die in het eurogebied, waar het Eurosysteem een mandaat heeft gekregen dat gericht is op de prijsstabiliteit die door Raad van Bestuur werd gepreciseerd als een stijging van het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen (HICP) van minder

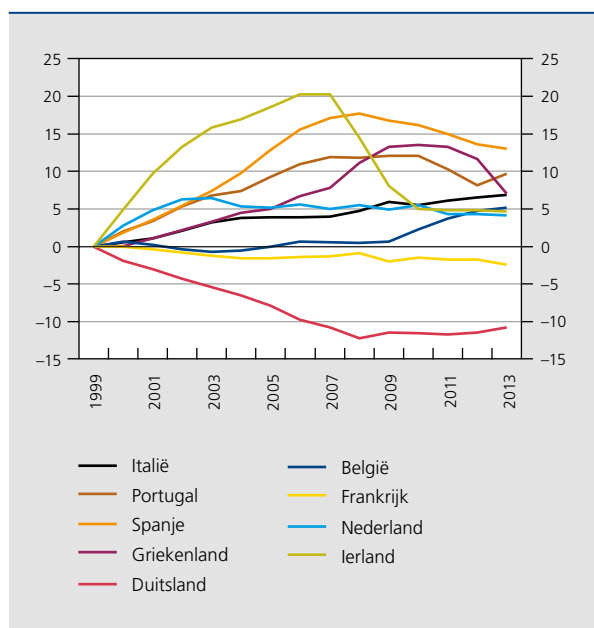
dan, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Deze doelstelling is een benchmark en ze draagt derhalve bij tot de stevige verankering van de inflatieverwachtingen. Tijdens de recente crisis heeft het Eurosysteem bovendien voortdurend gewezen op zijn verantwoordelijkheid en zijn doelstelling om de prijsstabiliteit op middellange termijn te vrijwaren. Hoewel het Eurosysteem zijn basisrentetarieven sneller heeft verlaagd dan, destijds, de Bank of Japan, reageerde het minder prompt dan de Amerikaanse Federal Reserve.

In het vlak van niet-conventioneel monetair beleid legde het Eurosysteem tijdens de grote recessie een grotere bereidheid aan de dag om zijn balans te gebruiken dan, destijds, de Bank of Japan. In de eerste stadia van de crisis – tijdens de bankcrisis en in de aanvangsfase van de overheidsschuldencrisis – gebruikte het Eurosysteem zijn balans om een goede monetairbeleidstransmissie te verzekeren. De banken konden bijvoorbeeld zoveel liquiditeiten verkrijgen als ze wilden, voor zover ze overtoereikende waarborgen beschikten. De balans ontwikkelde zich bijgevolg voornamelijk volgens de vraag naar herfinanciering van de tegenpartijen van het Eurosysteem. Sedert eind 2014, en vooral sedert maart 2015, is de balans echter meer proactief ingezet om de monetairbeleidskoers bij te sturen, tegen de achtergrond van de afnemende financiële spanningen, de daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen, en gelet op de ondergrens die de basisrentetarieven hebben bereikt. Sinds maart 2015 worden immers elke maand voor een bedrag van € 60 miljard overheidsobligaties, ABS en covered bonds op de markten aangekocht. Die aankopen worden normaliter voortgezet tot september 2016 en in elk geval tot de Raad van Bestuur de inflatie duurzaam ziet veranderen, in overeenstemming met zijn doelstelling. Dit onderstreept de vastberadenheid van het Eurosysteem om zijn doelstelling koste wat het kost te bereiken.

De Japanse ervaring lijkt te suggereren dat het uitblijven van een snelle en kordate reactie later extreme maatregelen vereist om de inflatieverwachtingen opnieuw op het juiste spoor te krijgen. Dat blijkt uit de groei van de balans van de Bank of Japan, die de afgelopen periode bijna 70% bbp uitmaakte. Ook de ervaring van de Verenigde Staten, waar – nog vóór de vaststelling van de ontankering van de inflatieverwachtingen – snel doortastende monetairbeleidsmaatregelen werden genomen, maar waar de aankopen van activa werden stopgezet en waar de rente in de nabije toekomst zou kunnen worden verhoogd, illustreert het belang van snel en krachtig optreden. Het huidige beleid van de ECB lijkt in dat opzicht een combinatie van preventie en herstel: de inflatieverwachtingen op lange termijn zijn licht gedaald, maar niet in dezelfde mate als in Japan.

## GRAFIEK 10 BBP-DEFLATOR

(gecumuleerd verschil t.o.v. het gemiddelde van het eurogebied sinds 1999)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

### De kosten van deflatie zijn afhankelijk van de kenmerken van de economie

Hoewel Japan terechtgekomen is in een lange periode van deflatie, is er nooit sprake geweest van een deflatoire spiraal. De werkloosheidsgraad van het land is overigens laag gebleven – althans in vergelijking met de Europese niveaus – en de resultaten inzake het bbp per hoofd van de bevolking zijn sedert de jaren 2000 vergelijkbaar met, of zelfs beter dan, die van het eurogebied of de Verenigde Staten. Een en ander lijkt erop te wijzen dat een periode van geringe inflatie of van deflatie niet noodzakelijk gepaard gaat met hoge reële kosten (zie ook Borio et al., 2015). Deze vaststelling spoort met de idee dat de monetaire variabelen (geldhoeveelheid, nominale rente) op lange termijn neutraal zijn en dat de reële variabelen worden bepaald door reële factoren (zoals de voorkeuren van de economische subjecten, de totale factorproductiviteit, of nog, de bevolkingsgroei).

Hoewel de monetaire variabelen op lange termijn neutraal zouden zijn, wordt tegenwoordig algemeen aangenomen dat ze op kortere termijn wel degelijk reële effecten sorteren. Dat heeft te maken met het feit dat een groot aantal prijzen in de economie (van producten en diensten, maar ook van arbeid of van de schuld) voor een vrij lange periode in nominale termen worden vastgesteld. Schokken die het algemeen prijspeil beïnvloeden, kunnen aldus leiden

tot ongewenste (want inefficiënte) veranderingen in de relatieve prijzen van afzonderlijke producten en diensten, van arbeid, of nog, van de nominale schuld.

De effectieve impact van deze schokken hangt dus af van de flexibiliteit van de nominale variabelen in de economie: hoe flexibeler de prijzen en de nominale lonen, en hoe groter de variatiemarge van de nominale rentetarieven om te reageren op schokken, hoe geringer het effect van een wijziging in het algemene prijspeil op de reële variabelen (NBB, 2015, p. 67-69). Dit is een cruciaal gegeven bij de beoordeling van de mogelijke gevolgen van een onvoorziene periode van desinflatie.

Inzake nominale lonen lijkt het institutioneel kader van de loonvorming in Japan meer flexibiliteit te bieden dan dat van het eurogebied (Du Caju et al., 2009). Zo hebben de lonen in Japan vanaf 1998 een vrij grote neerwaartse flexibiliteit laten optekenen, terwijl ze in het eurogebied nog steeds relatief rigide blijken in neerwaartse zin, ondanks de huidige omgeving van lage inflatie (IMF, 2014). Dat is vooral het geval in een aantal door de crisis zwaar getroffen landen, zoals Spanje, hoewel sommige landen zoals Ierland het in dat vlak beter doen. In overeenstemming daarmee, wijst onderzoek van de ECB uit dat de ondernemingen van het eurogebied tijdens de grote recessie terughoudend bleven tegenover loonsverlagingen en veeleer de voorkeur gaven aan een vermindering van de arbeidskrachten (Fabiani et al., 2015). Dit komt erop neer dat de reële aan desinflatie of deflatie verbonden kosten – vooral wat de stijging van de werkloosheid betreft – in het eurogebied hoger zouden zijn dan in Japan.

De neerwaartse nominale loonrigiditeit in het eurogebied heeft bovendien nog andere gevolgen. Afgemeten aan het verloop van de relatieve prijzen, is het concurrentievermogen van heel wat landen vóór de crisis snel en soms sterk verslechterd. Tegen de achtergrond van een monetaire unie moeten deze economieën thans hun relatieve nominale prijzen en lonen neerwaarts bijstellen om het tij te doen keren. Ze krijgen daarbij echter af te rekenen met de neerwaartse nominale rigiditeiten van die variabelen. Blijft ook de inflatie in de andere landen gering, dan bestaat het gevaar dat de aanpassingen erg traag verlopen. Een snel herstel van het concurrentievermogen van de landen die hun relatieve prijzen en lonen vóór de crisis buitensporig zagen toenemen, zou nog worden versterkt als de andere landen een hoger inflatiepeil laten optekenen, terwijl de gemiddelde inflatie in het eurogebied evenwel in de buurt van 2% blijft noteren. Op die manier moet een positief inflatiepeil in de buurt van de doelstelling van de ECB de goede werking van de Economische en Monetaire Unie bevorderen, aangezien het de onevenwichtigheden mee helpt corrigeren. Daarnaast moet het

een rol spelen in de beheersing van de schuldenlast. In dat verband zij opgemerkt dat de hoge externe schuld van verscheidene landen uit het eurogebied ook betekent dat een periode van geringe inflatie in het eurogebied in reële termen een zwaardere impact zou hebben dan in Japan, dat ten opzichte van het buitenland een nettocrediteurpositie inneemt. Dat geldt in het bijzonder voor de landen met de zwaarste schuld, die het meest behoefte hebben aan een neerwaartse bijstelling van hun relatieve prijzen en lonen. De recentelijk vrij nauwe band tussen de netto internationale investeringspositie en het verloop van de onderliggende inflatie van de landen van het eurogebied (zie grafiek 11) illustreert de aan de gang zijnde aanpassingen. Hoe meer de landen die hun concurrentievermogen moeten herstellen gedwongen worden hun lonen en prijzen neerwaarts bij te stellen, hoe sterker de reële waarde van hun schuld doorgaans toeneemt en hoe groter het risico wordt dat de daling van de relatieve prijzen negatieve reële effecten sorteert.

#### Snel en gecoördineerd reageren via het vraag- en aanbodbeleid

De Japanse ervaring toont aan dat, in geval van een balansrecessie, een snelle, gecoördineerde en volgehouden beleidsreactie wenselijk is. Bovendien moeten blijkbaar alle domeinen van het economisch beleid – monetair beleid, begrotingsbeleid en structurele hervormingen – geactiveerd worden om zowel het aanbod als de

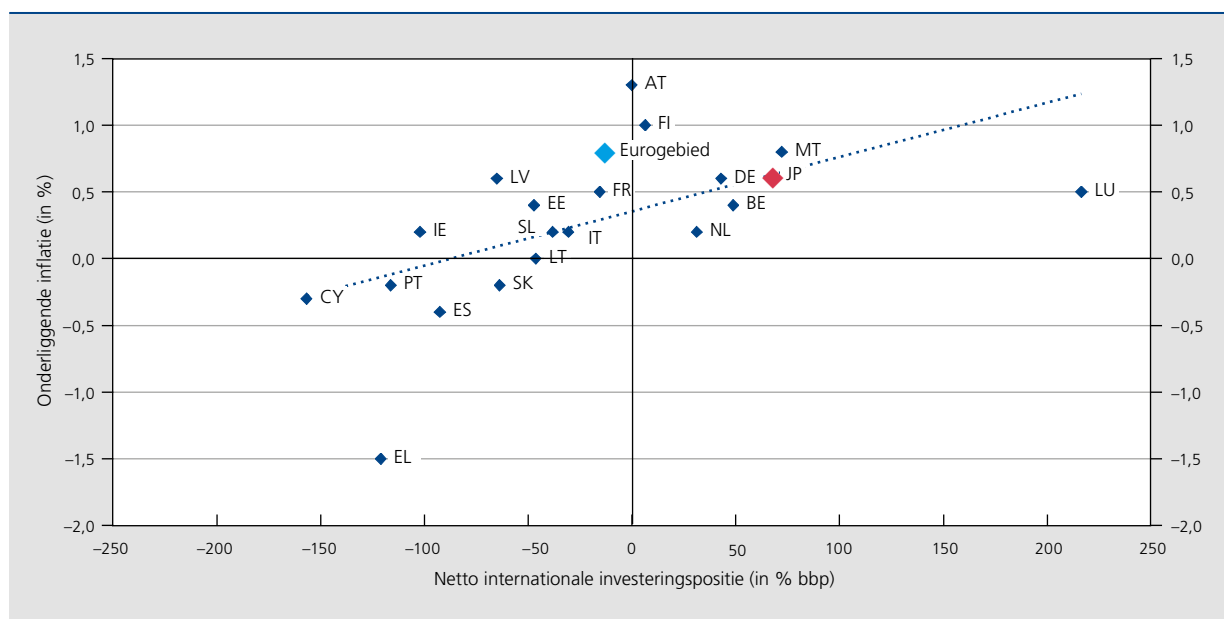
geaggregeerde vraag te versterken. Gelet op de potentiële hoge reële kosten die in het eurogebied gepaard gaan met een periode van lage inflatie of van deflatie, zijn deze bevindingen hier nog meer van toepassing.

#### Vraagbeleid

Om een expansief vraagbeleid te kunnen voeren, moet het monetair beleid ondersteund worden door een passende begrotingskoers. Gelet op het bodempeil dat de basisrentetarieven hebben bereikt, de uitvoering van een uitgebreid programma voor de aankoop van activa en de andere reeds genomen niet-conventionele maatregelen, is de bewegingsruimte van het monetair beleid in het eurogebied de afgelopen tijd sterk verkleind. Tegen die achtergrond speelt het begrotingsbeleid een belangrijke rol. Het is essentieel – maar ook complex – om een passende koers te bepalen die de vereiste stimulering biedt, zonder de houdbaarheid van de overheidsschuld op termijn in gevaar te brengen. Daarbij rijst niet alleen de vraag of de nationale beleidsmaatregelen momenteel op het goede spoor zitten, maar ook of de geldende institutionele regels geschikt zijn om het begrotingsbeleid van het eurogebied als geheel in de juiste richting te sturen.

De behoefte aan een meer gecoördineerd macro-economisch beleid in het eurogebied – tussen het monetair en het budgettair beleid, maar ook tussen de landen onderling – wordt duidelijk aangetoond door het verloop,

**GRAFIEK 11** NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE (NIIP) EN ONDERLIGGENDE INFLATIE  
(NIIP in 2013 en gemiddelde van de onderliggende inflatie op jaarbasis sedert januari 2014)



Bronnen: Eurostat, Japan Ministry of Finance, Thomson Reuters Datastream, ECB.

tijdens de afgelopen jaren, van de financiële saldi van de diverse sectoren en landen van het eurogebied. Net zoals in Japan vanaf de jaren negentig, is het tekort van de private sector sedert de crisis van 2008 omgeslagen in een overschot, terwijl het deficit van de overheidssector duidelijk is toegenomen. Een groot verschil met de ontwikkelingen in Japan is echter de forse inkrimping van de negatieve financiële saldi van de overheden tegen de achtergrond van de overheidsschuldencrisis. Door dit proces van begrotingsconsolidatie, in combinatie met een nog steeds groot overschot van de private sector, is het eurogebied als geheel een nettospaarder geworden. Dat drukt de binnenlandse vraag en, derhalve, de inflatie. Het spaaroverschot dat in het eurogebied is ontstaan, is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de landen met een tekort, die zich verplicht zagen hun externe financieringsbehoeften bruusk terug te schroeven. De meeste landen met een overschot hebben hun surplus dan weer behouden. Deze sterk asymmetrische aanpassing heeft de binnenlandse vraag gedrukt.

Er zij opgemerkt dat structurele hervormingen doorgaans weliswaar worden beschouwd als maatregelen die gericht zijn op de aanbodzijde van de economie, maar dat ze ook een rol kunnen spelen in de ondersteuning van de vraag. Dat geldt vooral als ze de investeringen bevorderen, die zowel de vraag van vandaag als het aanbod van morgen

uitmaken. Meer indirect creëren ze vooruitzichten op een stijging van de inkomens, die eveneens de vraag ondersteunen.

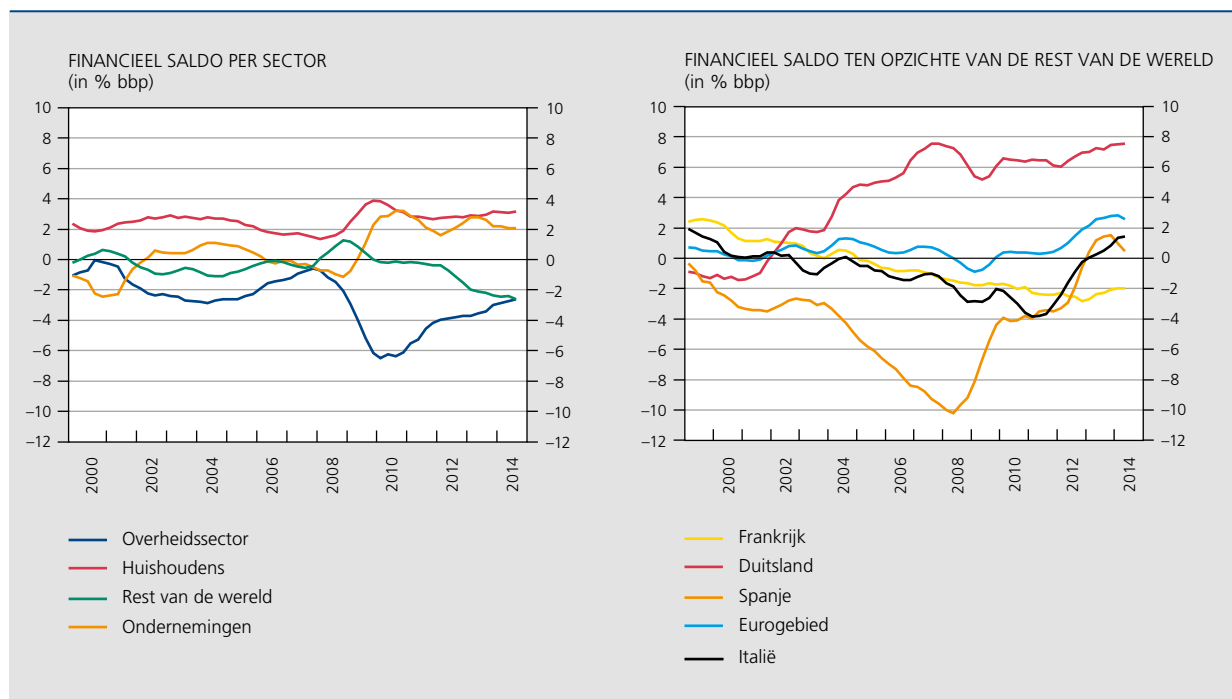
### Aanbodbeleid

Bovenop de tijdelijke ondersteuning van de geaggregeerde vraag, moeten ook aan de aanbodzijde structurele hervormingen ten uitvoer worden gelegd om uit een crisissituatie te geraken en het groeipotentieel op lange termijn te handhaven.

Deze hervormingen hebben betrekking op de arbeids- en productmarkten en omvatten maatregelen die bijdragen tot een ondernemingsvriendelijker klimaat. Via een verhoging van de flexibiliteit moeten ze een optimale allocatie en aanwending van de productiefactoren bevorderen. Daarnaast moeten ze een antwoord bieden op structurele ontwikkelingen, zoals de vergrijzing van de bevolking.

Sommige hervormingen kunnen op korte termijn de inflatie neerwaarts beïnvloeden en de reële rente doen stijgen, wat de groei afremt. In combinatie met een vraagbeleid, zou het effect van een verwachte stijging van de toekomstige inkomens logischerwijs de deflatoire kortetermijneffecten moeten compenseren en zodoende het herstel ondersteunen. Dit onderstreept overigens het belang van

**GRAFIEK 12** FINANCIËLE SALDI IN HET EUROGEBIED



Bron: OESO.



een passend vraagbeleid en van de keuze inzake de ten uitvoer gelegde structurele hervormingen.

De veroudering van de bevolking, die weliswaar minder ver gevorderd is dan in Japan, tekent zich ook in het eurogebied af. Dat maakt het des te noodzakelijker hervormingen te implementeren om de arbeidsmarktparticipatie, de werkgelegenheidsgraad en de productiviteit te verhogen teneinde de levensstandaard op peil te houden en de schuld houdbaar te maken. Een toename van de productiviteit, met een stijging van de reële evenwichtsrente tot gevolg, beschermt bovendien tegen het hierboven beschreven gevaar van seculaire stagnatie.

Bepaalde tekenen wijzen erop dat de sedert het begin van de crisis ten uitvoer gelegde structurele hervormingen in het eurogebied reeds vruchten afwerpen. De lonen en de prijzen zijn blijkbaar flexibeler, wat een efficiëntere allocatie van middelen bevordert, terwijl in enkele landen kennelijk gunstige effecten op de productiviteit zijn opgetekend (ECB, 2015). Over het algemeen, ten slotte, laten landen die hervormingen ten uitvoer hebben gelegd, doorgaans betere uitvoerresultaten optekenen. Ondanks de aanzienlijke sedert 2008 geboekte vooruitgang – vooral in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen – lijkt de progressiemarge nog groot, met aanzienlijke verschillen van het ene land tot het andere.

## Conclusie

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.

Tegen de achtergrond van die zware negatieve schokken, vertoonde de Japanse economie aan het begin van de jaren negentig een geleidelijke desinflatie, gevolgd door een aanhoudende deflatie vanaf het midden van dat decennium. Die ontwikkelingen waren voornamelijk toe te schrijven aan een daling van de inflatieverwachtingen en

aan een negatieve output gap. De eerste factor viel vooral te verklaren door een ontoereikende vastberadenheid en geloofwaardigheid van de Bank of Japan inzake deflatiebestrijding. De tweede factor kan dan weer worden toegeschreven aan de talrijke negatieve schokken waarmee de Japanse economie af te rekenen kreeg, alsook aan de daling van de reële evenwichtsrente die het vermogen tot stabilisatie van het monetair beleid des te meer aantastte naarmate de inflatieverwachtingen daalden.

Hoewel de deflatie in Japan kennelijk algemeen en onverwacht was, bleef ze gematigd, zij het dat ze lang aansleepte. Daarom 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 in haar evenwichtstempo lijkt te groeien, 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. Het programma berust op drie pijlers: een expansief monetair beleid, een groei-ondersteunende begrotingspolitiek op korte termijn, die evenwel mikt op een consolidatie op langere termijn, en ingrijpende structurele hervormingen. Deze laatste pijler is meer bepaald cruciaal om de Japanse economie in staat te stellen naar een hoger groeipotentieel te evolueren.

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. De sanering van de banksector na de crisis vond in het eurogebied echter sneller plaats dan in Japan. 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 relatieve 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.

## Bibliografie

- Aoyagi C., G. Ganelli en K. Murayama (2015), *How inclusive is Abenomics?*, IMF, Working Paper 54.
- NBB (2015), Verslag 2014.
- Borio C., M. Erdem, A. Filardo en B. Hofmann (2015), 'The costs of deflations: a historical perspective', *BIS Quarterly Review*, March.
- Bullard J. (2010), 'Seven Faces of the Peril', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92(5), 339–352, September/October.
- Caballero R., T. Hoshi en A. Kashyap (2008), 'Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan', *American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinge (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, NBB, Working Paper 154.
- ECB (2015), 'Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts', *Economic Bulletin*, 2/2015, 59–71.
- European Business Council in Japan (2014), *The Japanese Market: Why is it difficult? What suppresses FDI?*.
- Fabiani S., A. Lamo, J. Messina en T. Rødm (2015), *European firm adjustment during times of economic crisis*, ECB, Working Paper 1778.
- Fisher I. (1933), 'The debt-deflation theory of great depressions', *Econometrica*, 1, 337–57.
- Fuchi H., I. Muto en H. Ugai (2005), *A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy*, Bank of Japan, Working Paper 05-E-8.
- Gali J. (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press.
- Hayami M. (2000), *Price Stability and Monetary Policy*, Lecture at the Research Institute of Japan, Tokyo, 21 March.
- Horioka C., T. Nomoto en E. Terada-Hagiwara (2013), *Why has Japan's Massive Government Debt not Wreaked Havoc (Yet)?*, NBER, Working Paper 19596.
- Hoshi T. en A. Kashyap (2013), *Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience*, Paper presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference, November.
- Hoshi T. en T. Ito (2014), 'Defying gravity: can Japanese sovereign debt continue to increase without a crisis?' *CEPR Economic Policy*, 7–44, January.
- Ikeda D. en M. Saito (2012), *The effect of demographic changes on the real interest rate in Japan*, Bank of Japan, Working Paper 12-E-3, February.
- IMF (2003), *Japan: Financial System Stability Assessment*, Supplementary Information.
- IMF (2014), *Euro area: 'Deflation' versus 'Lowflation'* (<http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>).

- Ito T. (2004), *Inflation targeting and Japan: why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?*, NBER, Working Paper 10818, October.
- Ito T. en F. Mishkin (2006), 'Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem', *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 15, 131-202.
- Kamada K. en N. Hirakata (2002), *Import Penetration and Consumer Prices*, Bank of Japan, Research and Statistics Department Working Paper 02-1.
- Kang J.S. (2014), *Balance sheet repair and corporate investment in Japan*, IMF, Working Paper 141.
- Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, Revised Edition*, John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore, July.
- Koo R. (2013), *Central Banks in Balance Sheet Recessions: a Search for Correct Response*, Nomura Research Institute, March.
- Kuroda S. en I. Yamamoto (2014), 'Is Downward Wage Flexibility the Primary Factor of Japan's Prolonged Deflation?', *Asian Economic Policy Review*, Japan Center for Economic Research, 9(1), 143–158.
- Lipton D. (2014), *From Deflation to Reflation? Japan's New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons*, Lecture at the Bank of Japan, May.
- Matsubayashi Y. (2015), *The effort to stabilise the financial system in Japan: an outline and the characteristics of the programme for financial revival*, Bruegel, Working Paper 2, March.
- Muto I. (2006), *Can the New Keynesian Phillips Curve explain Japanese inflation dynamics? A labor share correction approach*, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan, Discussion paper E-25.
- Nakaso H. (2014), *The Conquest of Japanese Deflation: Interim Report, Remarks at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth*, June.
- Nelson B. en M. Tanaka (2014), 'Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience?', Bank of England, *Quarterly Bulletin* (1), 36–48.
- Nishizaki K., T. Sekine en Y. Ueno (2014), 'Chronic Deflation in Japan', *Asian Economic Policy Review* (9), 20–39.
- OECD (2015), *OECD Economic Surveys: Japan*.
- Reinhart C. en K. Rogoff (2014), 'This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises', *Annals of Economics and Finance, Society for AEF*, 15(2), 1065–1188, November.
- Sanchez A.D. (2006), *A new Keynesian Phillips curve for Japan*, Paper presented at the Seminar series of the FDIC's Center for Financial Research, 29 June.
- Taylor A. (2015), *Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy*, NBER, Working Paper 21039.
- Watanabe T. (2012), *Long-Lasting Deflation under the Zero Interest Rate Environment*, Paper presented at the conference on Price Developments in Japan and Their Backgrounds: Experiences Since the 1990s, November 24, 2011, Bank of Japan, Working Paper 12-J-3, in Japanese.