

Wat leert het 'verloren decennium' van Japan over de huidige crisis?

Het einde van de hausse op de woningmarkt in de Verenigde Staten heeft talloze financiële instellingen in problemen gebracht en is uiteindelijk uitgemond in een hevige, wereldwijde, financiële crisis en recessie. De gebeurtenissen vertonen opvallende overeenkomsten met die in Japan in de jaren negentig. In 1990 maakte een aandelencrash, gevolgd door een vastgoedcrisis, een eind aan een lange reeks van Japanse 'wonderjaren'. In de periode 1985-1990 groeide het BBP in Japan met gemiddeld 5% per jaar. De groei werd in toenemende mate gedreven door investeringen. Uit de pan rijzende aandelenkoersen en grondprijzen leidden tot kredietverstrekking van ongekennde omvang door banken, die zich lieten leiden door de ruime beschikbaarheid van onderpand. Grondprijzen stegen in de loop van de jaren tachtig met meer dan 400%; aandelenkoersen met ruim 600%. In de jaren negentig, na de crash, bedroeg de gemiddelde BBP-groei nog slechts 1% (zie figuur 2.12) en in 1995 daalde de inflatie tot onder het nulpunt. Deze periode staat inmiddels bekend als de *lost decade*. Hoewel de economische groei sinds 2000 enigszins hersteld is, balanceert de Japanse economie nog steeds op de rand van deflatie. In de jaren 1999-2005 zijn de consumentenprijzen bijna onophoudelijk gedaald.

De brede consensus is dat het monetaire en financiële beleid in Japan in de jaren negentig in twee belangrijke opzichten tekort is geschoten. In de eerste plaats is het monetaire beleid na het uitbreken van de financiële crisis te restrictief geweest. In de jaren negentig werd het beleid getekend door aarzeling en stilstand. Pas in 2001 werd het bestrijden van deflatie een expliciet beleidsdoel van de Bank of Japan en ging men over op systematische *quantitative easing* (geldschepping). In de tweede plaats is de urgentie van schuldsanering en herstructurering van het bedrijfsleven onvoldoende onderkend. Na het ineensstorten van de onroerendgoedmarkt waren veel leningen met onderpand waardeloos geworden. Maar banken gingen nog geruime tijd door met kredietverstrekking aan inefficiënte bedrijven, in sommige gevallen zelfs bedrijven waarvan het faillissement alleen in naam geen feit was (zogeheten *zombie firms*). De onwil in het bedrijfsleven en bij de overheid om bedrijven te laten failleren was groot, terwijl banken grote bedragen aan niet-renderende leningen op de balans hadden en niet-financiële bedrijven met torenhoge schulden kampten. In 2002 rapporteerde de OESO dat het Japanse bankwezen in ongeveer tien jaar tijd een bedrag ter grootte van 16% van het BBP (1995) aan verliezen op slechte leningen genomen had. Desalniettemin stond de totale omvang van het probleem op dat moment nog altijd niet vast. In het begin van de eeuw, tien jaar na de crash, worstelde de overheid nog altijd met maatregelen om banken tot grotere openheid te bewegen.^a

Over het begrotingsbeleid zijn de meningen zeer verdeeld. Volgens sommigen dient de overheid in een zogenoemde *balance sheet recession* – de financiële positie van huishoudens en bedrijven verslechtert plotseling door de waardedaling van beleggingen en iedereen ziet zich genoodzaakt om schulden versneld af te betalen – de rol van *borrower and spender of last resort* op zich te nemen. Het zou te danken zijn aan het expansieve fiscale beleid van de Japanse overheid dat het BBP nooit gedaald is onder het niveau van 1990 (zowel nominaal als reëel), ondanks de enorme vermogensverliezen.^b Volgens deze analyse vormt het afbetalen van schulden van gezinnen en bedrijven een vorm van vraaguitval. In een recessie van dit type zou de overheid de enige instantie zijn die de macro-economische vraag op peil kan houden, namelijk door naar veronderstelling braakliggende middelen te lenen en uit te geven. Anderen wijzen er op dat het effect van een fiscale impuls net zo sterk afhangt van de aard van de bestedingen als van de omvang. Sommige openbare werken werden destijds in Japan al als verspilling van middelen gezien; sommige steunmaatregelen waren vooral voordelig voor inefficiënte bedrijven met politieke invloed. Ook over de feitelijke grootte van de fiscale impuls en het relatieve belang van automatische stabilisatoren bestaat verschil van mening. Duidelijk is dat extra overheidsbestedingen weinig of niets hebben bijgedragen aan de potentiële groei.

^a OESO, Economic survey of Japan, 2002.

^b Zie bijvoorbeeld Richard Koo, The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, 2008.