

De uitbraak van de financiële crisis ligt alweer drie jaar achter ons. De economie in de VS en Europa herstelt maar langzaam. Dit lijkt een *déjà-vu* van Japan, dat na het

klappen van een onroerendgoedbubbel begin jaren negentig afgleed in een 'verloren decennium'. Gaan de Verenigde Staten en Europa dezelfde kant op?

Een Japanse kater?

Er bestaat geen 'Japans zwart gat' waar we in weg dreigen te glijden. Bovendien zijn er grote verschillen tussen Japan toen en de VS en Europa nu.



Wel duurt de kater van een financiële crisis, het terugbrengen van de schuldenlast, typisch zo'n zeven jaar. De VS en enkele Europese landen kunnen nog meerdere jaren van schuldreductie en lage groei tegemoet zien.

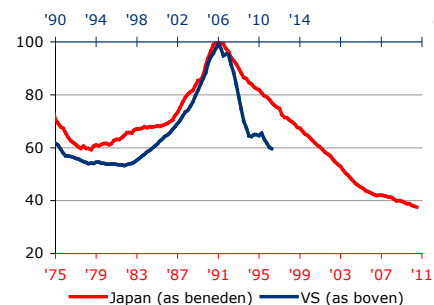


We hoeven dit proces van schuldreductie niet alleen maar lijdzaam uit te zitten. Japan laat zien dat begrotingsbeleid en monetair beleid een belangrijke rol kunnen spelen.

Opkomst en ondergang van de Japanse bubbel

In de tweede helft van de jaren tachtig begon Japan steeds meer tekenen van een bubbelenomnie te vertonen. De grondprijzen (in Japan een goede benadering van de prijs van onroerend goed) begonnen – gecorrigeerd voor inflatie – begin jaren tachtig aan een opmars, die na 1985 sterk versnelde. In de jaren 1987–1991 stegen de reële grondprijzen met bijna tien procent per jaar. In de grote steden was de stijging nog veel groter. Een patroon dat maar al te zeer lijkt op de ontwikkeling van de huizenprijzen in de VS in de jaren 1998–2006 (figuur 1). De Japanse NIKKEI-beursindex klon van 13.000 punten eind 1985 naar bijna 39.000 punten eind 1989. De euforie werd aangewakkerd door onder andere de fiscale behandeling van grond, financiële deregulering, een lage rente en ruimhartige kredietverlening door financiële instellingen.¹ De bubbel is ook goed terug te zien in de balans van huishoudens en niet-financiële bedrijven. Na 1985 lag de groei van hun schulden een aantal jaren boven de economische groei. Toch verbeterde de netto vermogenspositie, omdat de bezittingen harder in waarde stegen (figuur 2).

Figuur 1. Bubbel in onroerend goed



Japan: Index landelijke grondprijzen, 1991Q3 = 100. VS: S&P Case-Shiller nationale huizenprijnsindex, 2006Q1 = 100. Beide indices gedeïflecteerd met CPI-inflatie. Bron: Bloomberg, Ecwin.

In 1990 was het gedaan. De beursverloor in dat jaar een derde van zijn waarde. De grondprijzen piekten een jaar later en begonnen in 1991 aan een gestage daling. In reële termen staan de grondprijzen nu zestig procent lager dan de piek. Japan begon aan een lange periode van ogenschijnlijk haperende economische groei, het 'verloren decennium'. De hefboom van met schuld gefinancierde aandelen en onroerend goed werkte vanaf 1991 negatief op de vermogenspositie van de particuliere sector en deze begon dan ook te verslechteren.

¹ S. Shiratsuka (2003), *Asset price bubble in Japan in the 1980s: lessons for financial and macroeconomic stability*. BIS paper, 21e.

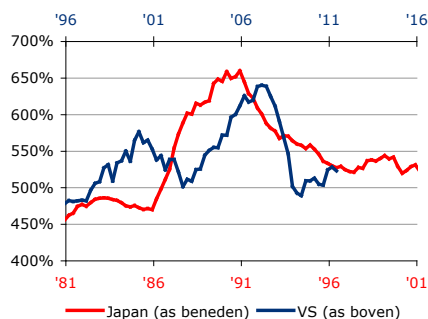
door **Teunis Brosens,**

De auteurs is econoom
bij ING



Dat Japan
onvermijdelijk
een decennium
lang weg-
kwijnde, is een
mythe

Figuur 2. Netto vermogen huishoudens en niet-financiële bedrijven (% bbp)



Het netto vermogen is het saldo van enerzijds financiële en niet-financiële bezittingen en anderzijds schulden en andere verplichtingen, hier gepresenteerd als percentage van het bbp. Bron: Japan Statistics Bureau, Ecowin, ING.

Het Japanse 'verloren decennium' is een mythe...

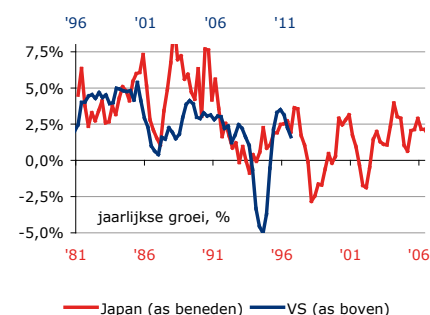
De economische groei in Japan viel in 1991 scherp terug. Vaak wordt gedacht dat de Japanse economie tien jaar lang in het geheel niet meer groeide, maar dat is niet waar. Integendeel, periodes van groei en recessie wisselden elkaar af. Nadat de beurs- en onroerendgoedbubbel was geknapt, vertraagde de economische groei sterk, gevolgd door een recessie in 1993 (figuur 3). Maar hierna krabbelde de economie weer

overeind, waarop in 1998 weer een recessie volgde. Na een nieuw herstel kwam een volgende recessie in 2001. Vanaf midden 2002 groeide de Japanse economie weer, tot de wereldwijde financiële crisis in 2008 roet in het eten gooide.

De eerste recessie in 1993 werd veroorzaakt door het opdrogen van bedrijfsinvesteringen na het knappen van de bubbel. Maar in de latere recessies heeft beleid een belangrijke rol gespeeld.² Lastenverzwaringen en bezuinigingen braken het herstel in 1998. In 2000 verhoogde de Japanse centrale bank de rente van nul naar een kwart procent. Angst voor verdere verhogingen en voor problemen in de banksector deden de bedrijfsinvesteringen opnieuw opdrogen. Het beleid gevoerd door de overheid en de centrale bank had dus een belangrijk aandeel in het verloop van het economisch herstel in Japan. Dat Japan na het knappen van de bubbel onvermijdelijk een decennium lang wegwijnde is een mythe. De economie

kende periodes van groei en teruggang, die ook nog eens goed verklaarbaar zijn.

Figuur 3. Groei van het reële bbp (jaar op jaar, %)



Bron: Ecowin.

...en de verschillen met de huidige situatie zijn groot

Er is dus nog hoop voor het economisch herstel in de VS en Europa: er bestaat geen 'Japans zwart gat' waar we in weg dreigen te glijden. Bovendien zijn er grote verschillen tussen Japan toen en de VS en Europa nu. In Japan was het vooral het bedrijfsleven dat zich in de schulden stak in de jaren tachtig. In de VS, het VK, Spanje en Ierland zijn

2 T. Ito (2006), *Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond*. BIS paper, 31i.
A. Posen (2010), *The realities and relevance of Japan's great recession*. Bank of England, speech.

het vooral de huishoudens die hoge hypotheekschulden hebben. De eerste recessie in Japan werd dan ook ingeleid door het wegvallen van de bedrijfsinvesteringen, terwijl in de huidige crisis vooral de consument het moeilijk heeft. Een ander verschil is de vergrijzing die in de jaren negentig in Japan inzette en voor de buitenwereld het idee van een verloren decennium heeft versterkt. De VS en Europa vergrijzen weliswaar ook, maar niet zo snel en zo sterk als Japan. En ten slotte stond in Japan het economische model, dat werknemers een baan voor het leven bood en innige kruisverbanden kende tussen bedrijven en banken, een snelle oplossing van de crisis in de weg. De Amerikaanse en Europese economische stelsels hebben zo hun eigen problemen, maar het is nog niet te laat om die problemen aan te pakken.

De kater van een financiële crisis duurt jaren

Toch lijken de parallellen met Japan niet te negeren: de huizenprijzen volgden in de VS een vergelijkbaar patroon als in Japan (figuur 1). En net als in Japan namen in de VS en een aantal Europese landen de schulden tijdens het blazen van de bubbel sterk toe. Een derde overeenkomst is dat de waardedaling van onroerend goed en financiële bezittingen zowel crediteuren als debiteuren in de problemen heeft gebracht. En de vierde parallel is dat de economie na het knappen van de bubbel sterk is teruggevallen en er langer dan na een normale recessie over doet om uit het dal te klimmen. Deze parallellen zijn er niet zozeer omdat de VS en Europa plotseling Japanse trekjes vertonen, als wel omdat we, net als Japan twee decennia eerder, een financiële crisis volgens het boekje hebben doorgemaakt. De kater van zo'n crisis, het terugbrengen van de schuldenlast, duurt typisch zo'n zeven jaar³. Ook in Japan duurde het tot 1998 voordat de schuldenlast van huishoudens en niet-financiële bedrijven als percentage van het bbp een bodem bereikte. En natuurlijk geven huishoudens en bedrijven die hun schulden aan het aflossen zijn, minder geld uit. De jaren van aflossen gaan dan ook gepaard met een lagere economische groei. In Japan lag de groei

De kater van een financiële crisis duurt typisch zo'n zeven jaar

per hoofd van de potentiële beroepsbevolking na de crisis tweeënhalf procent lager dan ervoor. Gemiddeld genomen komt de groei per hoofd na een financiële crisis één procentpunt lager uit. In de VS piekte de schuld van huishoudens en niet-financiële bedrijven begin 2008. De geschiedenis leert dat de VS, Groot-Brittannië en enkele andere Europese landen nog meerdere jaren van schuldreductie en lage groei tegemoet kunnen zien.

We kunnen wel lessen trekken uit de Japanse ervaringen

Het voorgaande betekent niet dat we het proces van schuldreductie alleen maar lijdzaam kunnen uitzitten. Japan laat zien dat begrotingsbeleid en monetair beleid een belangrijke rol kunnen spelen. De Japanse centrale bank was te weinig voortvarend in het verlagen van de rente na 1990 en te terughoudend in het experimenteren met andere vormen van monetair beleid – pas in 2001 begon de bank daarmee. Deze les is met name in de VS en het VK goed begrepen. Toen de crisis zich in alle hevigheid openbaarde, hebben centrale banken de rente snel en vergaand verlaagd. Om het terugvallen van de bestedingen op te vangen schroefde president Obama in de VS de overheidsbestedingen op. Maar het leeglopen van een bubbel heeft ook zijn weerslag op de overheidsfinanciën. Vroeg of laat moet ook de staat de tering naar de nering zetten. Japan deed daartoe een eerste poging in 1997, wat het prille herstel in de knop brak en de economie weer in een recessie duwde. De les van Japan is dan ook dat saneren van de overheidsfinanciën voorzichtig moet gebeuren. Als de overheidsfinanciën daar ruimte voor bieden is het misschien zelfs beter om de economie eerst nog verder op krachten te laten komen en dan pas de overheidsbegroting op orde te brengen. Een vergelijkbare les geldt voor het monetaire beleid: te vroeg verhogen van de rente kan

de economie schaden⁴ (Posen, 2011). De dreiging van een renteverhoging heeft bijgedragen aan de Japanse recessie van 2001. Mede daarom heeft de Amerikaanse centrale bank beloofd de rente ten minste tot midden 2013 op een kwart procent te houden als de economische omstandigheden niet verbeteren. De derde Japanse les is dat zachte heelmesters stinkende wonden maken. De verliezen in de Japanse financiële sector werden lang toegedekt, waardoor het noodzakelijke proces van schuldsanering jaren is vertraagd. Hoe goed Amerikanen en Europeanen deze les geleerd hebben moet nog blijken. Enerzijds werden in de VS banken in 2008 en 2009 snel geherstructureerd en geherkapitaliseerd, maar anderzijds hangen grote portefeuilles met getroebleerde hypotheekleningen nog als donkere wolken boven de financiële sector. Europa worstelt nog steeds met zijn eigen staatsschuldcrisis, die zorgt voor onzekerheid over de kwetsbaarheid van de banken.

Conclusie

Waarschuwingen voor een Japans 'verloren decennium' moeten met een korrel zout genomen worden. De Japanse jaren negentig waren helemaal niet zo verloren als vaak wordt gedacht. Bovendien zijn er belangrijke verschillen tussen Japan toen en de VS en Europa nu. Een betere uitleg is dat zowel Japan in de jaren negentig als wij nu in de nasleep van een financiële crisis zitten. Het ontzuuchteringsproces dat daarbij hoort omvat het afbetalen van schulden en het afschrijven van ongezonde leningen in de financiële sector. Dit proces kost jaren en gedurende die tijd is de economische groei matig. Ondertussen zijn er wel degelijk lessen te trekken uit de Japanse ervaringen. Te vroeg beginnen met het verminderen van het begrotingstekort van de overheid kan het economische herstel breken en zo de overheidsfinanciën uiteindelijk meer schaden dan goeddoen. En hoe langer we wachten met het saneren van schulden en het afschrijven van oninbare leningen, hoe langer het duurt voor de economie terugkeert naar een gezond groeipad. B&E

3 C.M. Reinhart en V.R. Reinhart (2010), *After the fall*. NBER working paper, 16334.

4 A. Posen (2011), *How to do more*. Bank of England, speech.