
Japans økonomiske krise og pengepolitikens muligheder

Niels C. Beier, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Det seneste årti har Japan haft lav vækst, og senest er landet igen i recession. Udviklingen har afspejlet såvel cykliske som strukturelle faktorer og er forsøgt imødegået gennem en meget aktiv økonomisk politik. Den japanske centralbank, Bank of Japan, lempede pengepolitikken op gennem 1990'erne. Den foreløbige kulmination var den såkaldte nulrentepolitik i 1999-2000, hvor Bank of Japans daværende operationelle mål, den korte pengemarkedsrente, blev sat til de facto nul. En sådan situation, hvor renten er nul og pengepolitikens muligheder tilsyneladende udtømte, betegner traditionel økonomisk teori som en likviditetsfælde. Denne artikel belyser, om Japan er i en likviditetsfælde, eller bredere formuleret: Hvilken rolle kan pengepolitikken spille i den japanske økonomiske krise med en kort pengemarkedsrente lig med nul og strukturelle udfordringer?

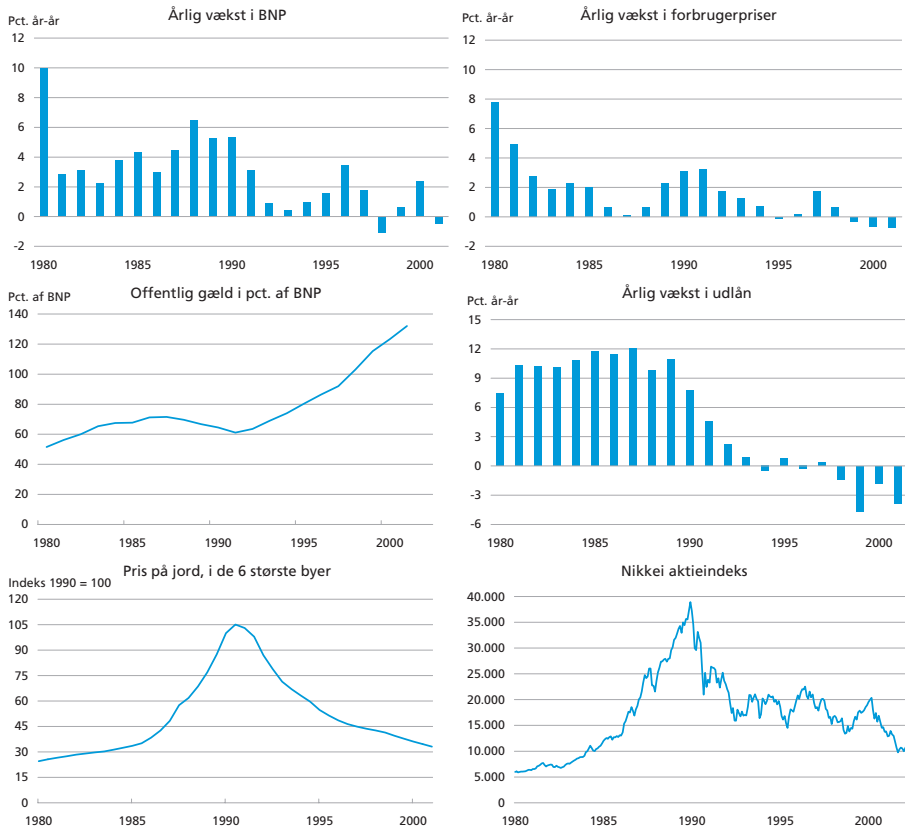
For at kunne besvare det spørgsmål er det vigtigt at kende den makroøkonomiske baggrund såvel som rammerne for pengepolitikken. Disse forhold bliver gennemgået i de to følgende afsnit. Dernæst bliver begrebet likviditetsfælde belyst. Med baggrund i likviditetsfælden præsenteres først den række af pengepolitiske forslag, nogle kommentatorer har fremsat, og dernæst kort OECDs samt IMF's anbefalinger.

En af konklusionerne er, at Japan er i en likviditetsfælde, men at det ikke er ensbetydende med, at pengepolitikken er virkningsløs. Pengepolitikens muligheder ligger dog uden for konventionel pengepolitik, og sideeffekterne er usikre. En nødvendig betingelse for en løsning af den økonomiske krise er strukturreformer i banksektoren.

MAKROØKONOMISK BAGGRUND: ET ÅRTI MED LAV VÆKST¹

Ved udgangen af 2001 var Japan i recession, og det markerede, at den økonomiske krise med lav eller negativ vækst har varet et årti. Kimen til

¹ For detaljerede beskrivelser af den økonomiske baggrund henvises der til analyserne af japansk økonomi i OECDs Economic Surveys og IMF's Country Reports samt bidragene i Bayoumi og Collins (2000).



Kilde: EcoWin og OECD.

krisen blev lagt i højvækstperioden i 1980'erne, hvor de finansielle markeder var kendetegnet ved spekulativt drevne kursstigninger – en boble. Fra højdepunktet omkring 1990 blev priserne på aktier og jord halveret i løbet af 2-3 år, jf. figur 1. Det massive fald medførte negative formueeffekter på såvel forbrug som investeringer, og væksten var lav i 1992-94. Som reaktion på nedgangen blev der ført både ekspansiv penge- og finanspolitik, og økonomien så derefter ud til at være kommet på ret køl i 1995-96. En række negative stød førte dog til nedgang igen i 1997-98: Den finansielle krise i Asien bremsede væksten i mange af Japans samhandelspartnere. Finanspolitikken blev strammet med henblik på at konsolidere de offentlige finanser. Endeligt opstod der – på baggrund af en bankkrise – et credit crunch, dvs. et fald i kreditgivning i banksektoren. Siden er den japanske økonomi ikke for alvor kommet på fode igen.

Inflationen har været lav og aftagende igennem 1990'erne, og de senere år har der været deflation, dvs. et vedvarende fald i det generelle prisniveau, hvilket indikerer, at den japanske økonomi har opereret un-

der sit langsigtede potentiale. Dette er blevet imødegået med efterspørgselsstimulerende økonomisk politik. Finanspolitikken blev lempet kraftigt, og resultatet er i dag en offentlig gæld på ca. 130 pct. af BNP, hvilket har ført til frygt for en eksplosiv og uholdbar udvikling i den offentlige gæld.¹ Den offentlige gæld er blevet et strukturelt problem; behovet for konsolidering på lang sigt strider mod behovet for stabilisering af efterspørgslen på kort sigt. Pengepolitikken blev ligeledes lempet. Den toneangivende pengepolitiske rente blev gradvist sat ned til 0,5 pct. i 1995, og i 1999-2000 blev der ført nulrentepolitik. Den korte pengemarkedsrente er p.t. 0,001-0,003 pct. Med det offentlige gældsproblem in mente har der været et intenst politisk pres på Bank of Japan for at lempe yderligere trods det lave renteniveau.

Ud over den cykliske nedgang i efterspørgslen står Japan over for en række strukturelle problemer, der ikke vedrører pengepolitikken. Et eksempel er banksektoren, der lider under følgerne af den bristede finansielle boble.² Bankerne har lidt tab både på sine store beholdninger af aktier og på såkaldte "dårlige lån", dvs. udlån, hvor der er stor risiko for, at låntager ikke kan tilbagebetale lånet, og banken dermed lider tab. De "dårlige lån" er opstået, da lavvækst og deflation har reduceret låntageres tilbagebetalingsevne, samtidig med at værdien af sikkerheden – ofte jord – er blevet udhulet som et resultat af den bristede finansielle boble. I 1997 førte det til en bankkrise med konkurser, hvor staten måtte træde til med kapital. Krisen blev som sådan udløst af bankernes forsøg på at konsolidere kapitalgrundlaget som reaktion på tabene. Forsøget på at overholde kapitalkravsreglerne udmøntede sig i en indskrænkning i bankernes kreditgivning – et credit crunch – som stadig præger bankerne. Der foreligger divergerende skøn for størrelsesordenen af de "dårlige lån". Officielt skønnes de at udgøre 6-7 pct. af BNP, mens markedsdeltagere vurderer, at omfanget er langt større.³ Banksektoren har en særlig rolle i en moderne økonomi netop via rollen som kreditformidler, og bliver bankkredit indskrænket, vil det påvirke den samlede efterspørgsel direkte; fx bliver mange virksomheder i Japan finansieret af banker. Sektoren er også et vigtigt led i pengepolitikken virkning på realøkonomien, jf. nedenfor. Andre strukturelle problemer⁴ vedrører

¹ Der er uenighed om, hvor ekspansiv finanspolitikken rent faktisk har været. Nogle argumenterer for, at den dramatiske stigning i den offentlige gæld primært skyldes cyklisk fald i skatteindtægter som følge af den lave vækst. Se fx Kuttner og Posen (2001, 2002) og Mühleisen (2000).

² Se Cargill et al (2000) for en kronologisk gennemgang af udviklingen i den finansielle sektor.

³ Se Financial Services Agency's hjemmeside for en officiel gennemgang af størrelsesordenen og klassifikationen af "dårlige lån": <http://www.fsa.go.jp/indexe.html>. OECD (2001) gennemgår forskellige markedsdeltageres vurdering.

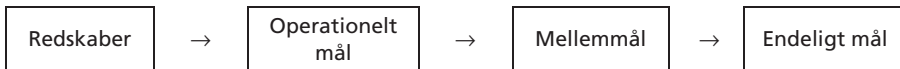
⁴ Her tænkes *inter alia* på: Befolkningens aldring, faldende arbejdsstyrke, produktiviteten i beskyttede sektorer herunder statslige virksomheder, skattesystemet, sundhedssektoren, mv. Se diverse udgaver af OECD Economic Surveys og IMF's Country Reports samt den japanske regerings 7-punktsplan af 26. juni 2001, der kan læses på regeringens hjemmeside: <http://www.kantei.go.jp/foreign/index-e.html>.

bl.a. ændringer af realøkonomiske strukturer, hvor kun få er ført ud i livet. Et fællestræk er, at nødvendige reformer på kort sigt kan medføre økonomiske omkostninger. Denne artikel fokuserer udelukkende på pengepolitik.

Det ser umiddelbart sort ud for Japans økonomi. Der er recession, priserne falder, den store offentlige gæld er stigende, banksektoren er svag, og andre strukturelle udfordringer skal tackles. Dette sortsyn skal dog sættes i relief, da Japan fortsat er et af verdens rigeste lande. Eksempelvis er produktionen pr. indbygger ca. 7 pct. højere end euroområdet.¹ Omvendt er Japan gået glip af endnu større velstand, ligesom et kollaps i banksektoren eller en eksplosiv udvikling i den offentlige gæld udgør risici ikke bare for Japan, men også globalt. Der er med andre ord behov for en snarlig løsning af krisen.

PENGEPOLITISK RAMME 1998-02

Det er nødvendigt at kende den pengepolitiske ramme både for at forstå de initiativer, som Bank of Japan allerede har taget for at modvirke den økonomiske nedgang, men også for at forstå de yderligere lempelser, der er blevet foreslået. I oversigtsform kan en pengepolitiske ramme skitseres således:



Redskaber og operationelt mål bliver benævnt det taktiske niveau for pengepolitikken og beskriver, hvordan pengepolitikken implementeres. Mellemmål og endeligt mål er pengepolitikken strategiske niveau og relaterer sig til det mellemlange og lange sigt. For en mere dybdegående gennemgang af begreberne henvises der til Danmarks Nationalbank (1999). Den specifikke japanske pengepolitiske ramme gennemgås detaljeret i BIS (2001) og Miyanoya (2000).

Det strategiske niveau: Endeligt mål og mellem mål

Bank of Japans endelige mål er givet i The Bank of Japan Law.² Målene er (jf. artiklerne 1 og 2):

- at udstede pengesedler og gennemføre pengepolitikken,
- at sikre betalingsafviklingen mellem bankerne for derved at bidrage til finansiell stabilitet,

¹ Købekraftsjusteret BNP pr. capita i 2001. OECD og egne beregninger.

² The Bank of Japan Law kan læses på Bank of Japans hjemmeside: <http://www.boj.or.jp/en/index.htm>.

- at pengepolitikken skal gennemføres med sigte på – via prisstabilitet – at bidrage til en sund udvikling af den nationale økonomi.

Det er værd at bemærke, at der ikke er formuleret et eksplicit mellem-mål. Der er ikke fastsat en inflationsmålsætning som eksempelvis i England og Sverige eller et mål for udviklingen i pengemængden.

Det taktiske niveau: Operationelt mål og pengepolitiske redskaber

De pengepolitiske modparter i Japan, typisk pengeinstitutter¹, har konti, Current Account Balances, i Bank of Japan. Centralbanken fungerer som afviklingsbank for pengeinstitutterne. Det vil sige, når mellemværender imellem pengeinstitutterne skal afregnes, sker det via deres konti i centralbanken. På et givent tidspunkt vil der være nogle modparter, der mangler likviditet, og andre, der har overskud. Indskud i centralbanken forrentes ikke, så modparterne har incitament til at holde dem så lave som muligt. Pengeinstitutter med overskud låner deres overskudslikviditet ud på dag-til-dag basis i pengemarkedet til andre pengeinstitutter. Disse forretninger forrentes med den korte pengemarkedsrente.² Frem til og med medio marts 2001 tilrettelagde Bank of Japan pengepolitikken efter at styre denne korte pengemarkedsrente. Siden har centralbanken skiftet operationelt mål fra den korte pengemarkedsrente til modparternes indeståender i centralbanken, Current Account Balances.

Det væsentligste pengepolitiske redskab til at opnå det operationelle mål er Bank of Japans markedsoperationer, der primært dækker over de transaktioner, hvor centralbanken opsuger eller tildeler likviditet på eget initiativ med henblik på at styre likviditeten på kort sigt. Operationerne bliver gennemført ved hjælp af en række instrumenter, hvor der oftest indgår korte statspapirer. Centralbanken kan vælge at sælge henholdsvis købe direkte eller alternativt indgå forretninger med aftale om genkøb på et senere tidspunkt. I fravær af markedsoperationerne ville der være betydelige fluktuationer i Current Account Balances. Dette skyldes primært to faktorer: Statslige betalinger via konti i Bank of Japan og sæsonbestemte udsving i seddel- og møntomløbet. De statslige betalinger kan eksempelvis dække over udbetalinger af pensioner eller indbetaling af virksomhedsskatter, mens de sæsonbestemte udsving i kontantomløbet kan dække over, at der op til nationale feriedage typisk er stor efterspørgsel efter kontanter.

Historisk er behovet for sedler og mønter typisk steget i Japan. Dette sker som følge af en langsigtet stigning i værdien af økonomiske trans-

¹ Modparterne i Japan består af en bredere kreds af finansielle institutioner, hvoraf ikke alle er underlagt reservekrav. Investeringsbanker og lignende findes også i kredsen af modparter.

² Den specifikke rente er uncollaterized overnight call rate.

aktioner. Bank of Japan imødekommer dette langsigtede behov ved at opkøbe statsobligationer direkte i det sekundære marked.¹

Ud over markedsoperationerne har centralbanken to andre pengepolitiske redskaber: Et kasserereservekrav og en stående facilitet.

Japanske pengeinstitutter er underlagt et uforrentet kasserereservekrav. Det enkelte pengeinstitut skal deponere likviditet i den japanske centralbank, og kravet beregnes som en andel af det enkelte pengeinstituts indlån. Kravet er formuleret således, at det skal være opfyldt i gennemsnit over en måned. Nogle dage kan indeståender således være under det daglige gennemsnit, hvis det bliver modsvaret af andre dage med over gennemsnitligt indestående. Kasserereservekravet har over de seneste år samlet set ligget på ca. 4.000 mia.yen.

Det sidste redskab er en stående facilitet², hvor bankerne kan låne likviditet på eget initiativ mod sikkerhed. Lån forrentes med diskontoen, der p.t. er 0,1 pct. Diskontoen sætter dermed loft over udsvingene i den korte pengemarkedsrente, da pengeinstitutterne altid kan låne i centralbanken.

Pengepolitiske tiltag 1998-02: Skifte af operationelt mål i 2001

Efter den finansielle krise i Asien og i takt med, at økonomien blev forværret, satte Bank of Japan gradvist renten ned. Primo 1999 nåede lempelserne en foreløbig kulmination, da den såkaldte nulrentepolitik blev gennemført. Målet var at presse den korte pengemarkedsrente så lavt som muligt, dvs. reelt 0 pct.

Med baggrund i en spirende økonomisk opgang valgte centralbanken at sætte renten op til 0,25 pct. i sommeren 2000. Kort efter blev økonomien svækket igen som følge af den globale økonomiske afmatning. Primo 2001 blev renten sat ned til 0,15 pct., og fra marts samme år introducerede centralbanken et nyt operationelt mål. Dette bliver nogle gange benævnt et kvantitativt mål og er et mål for modparternes indeståender i centralbanken. Siden indførelsen er det kvantitative mål gradvist blevet sat op, senest i december 2001, jf. tabel 1.³

Under nulrentepolitikken faldt den korte pengemarkedsrente til 0,02-0,03 pct. Da pengeinstitutternes indeståender i centralbanken er uforrentede, bliver de holdt så lavt som muligt i en situation med positiv rente på dag-til-dag pengemarkedet. Før nulrentepolitikken holdt pengeinstitutterne kun de krævede reserver på ca. 4.000 mia.yen. Da renten

¹ Statsobligationer – Japanese Government Bonds – har en løbetid på 2-30 år. Markedsoperationerne, der styrer likviditeten på kort sigt, involverer ofte korte statspapirer, dvs. med en løbetid på under 2 år; se BIS (2001).

² Indført februar 2001 med virkning fra marts 2001.

³ Lempelsen i december 2001 blev ud over de makroøkonomiske hensyn også gennemført med henblik på at sikre den finansielle stabilitet.

PENGEPOLITISKE HOVEDTILTAG 1998-02		Tabel 1
Tidspunkt	Operationelt mål	
September 1998	Rente: 0,25 pct.	
Februar 1999	Rente: Så lav som mulig (nulrentepolitik)	
August 2000	Rente: 0,25 pct.	
Februar 2001	Rente: 0,15 pct.	
Marts 2001	Current Account Balances: 5.000 mia.yen	
August 2001	Current Account Balances: 6.000 mia.yen	
September 2001	Current Account Balances: over 6.000 mia.yen	
December 2001	Current Account Balances: 10-15.000 mia.yen	

Anm.: I februar 2002 besluttede den pengepolitiske komite, at hvis der var tegn på finansiel ustabilitet i forbindelse med finansårets afslutning (31. marts), skulle der tilvejebringes likviditet uafhængigt af målet.

blev sat ned til de facto nul, steg pengeinstitutternes indeståender til ca. 5.000 mia.yen, jf. figur 2. Det første kvantitative mål i marts 2001 blev netop sat til 5.000 mia.yen, og den korte pengemarkedsrente faldt ikke overraskende til samme niveau som under nulrentepolitikken. Siden er det kvantitative mål sat op til mellem 10.000 og 15.000 mia.yen, og renten er faldet til 0,001-0,003 pct.¹

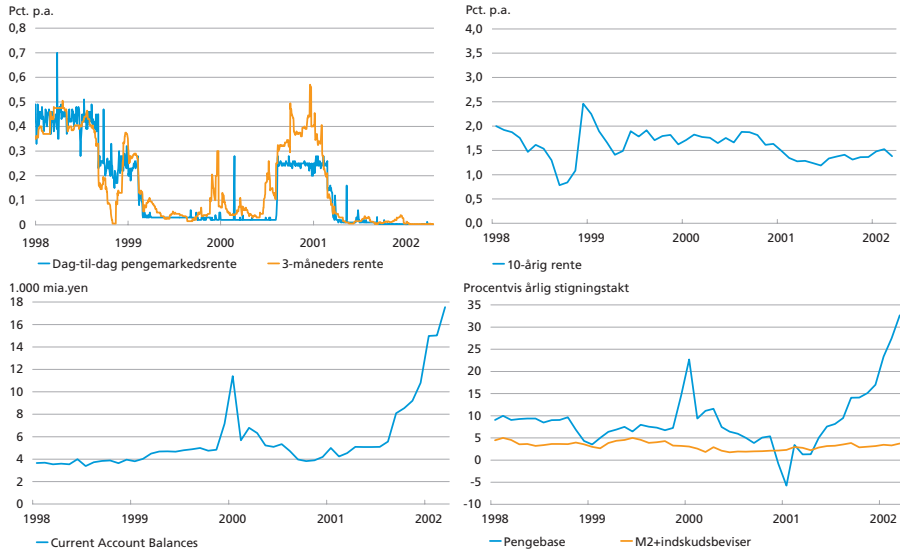
I takt med, at Bank of Japan har lempet pengepolitikken, har pengeinstitutterne haft rigeligt med likviditet. Det har betydet, at pengeinstitutternes efterspørgsel efter likviditet til tider har ligget under Bank of Japans udbud ved markedsoperationerne. For at imødegå modparternes lave efterspørgsel har centralbanken løbende udvidet sine markedsoperationer. Det er bl.a. gjort ved at øge viften af korte statspapirer, der indgår i markedsoperationerne, samt ved at tillade en bredere vifte af værdipapirer i pengeinstitutternes sikkerhedsstilling over for centralbanken, ligesom flere modparter er blevet inddraget. De direkte køb af statsobligationer i det sekundære marked er ligeledes blevet sat gradvist op. Ved indførelsen af det kvantitative mål var niveauet 400 mia.yen pr. måned, og senest er de månedlige køb blevet sat op til 1.000 mia.yen pr. måned. De direkte køb af statsobligationer tjener normalt et langsigtet formål, jf. ovenfor, men er nu blevet sat op for at nå det kortsigtede operationelle mål.

Når den korte pengemarkedsrente når sin nedre grænse, nul, kan den ikke falde yderligere. Skiftet i operationelt mål kan ses som en metode til at lempe pengepolitikken inden for de konventionelle rammer, netop når den korte pengemarkedsrente er nul, og dermed imødekomme det intense politiske pres for lempelser. Tankegangen bag den kvantitative lempelse er tostrengt. For det første sikrer det, at likviditetsmangel ikke står i vejen for bankernes udlån, og for det andet vil en højere

¹ I forhold til perioden med nulrentepolitik er den korte rente faldet fra ca. 0,01 pct. til ca. 0,001 pct. Faldet skal ses i lyset af, at Bank of Japan har sat enheden for bud ved markedsoperationerne ned fra 1/100 pct. til 1/1.000 pct.

RENTER, PENGEMÆNGDER OG MODPARTERNES INDESTÅENDER 1998-02

Figur 2



Anm.: Udsvingene i 1999-2000 i Current Account Balances og pengebase vedrører ekstraordinær tilvejebringelse af likviditet i forbindelse med årtusindeskiftet. Dag-til-dag pengemarkedsrenten er uncollateralized overnight call rate.

Kilde: EcoWin.

vækst i pengemængden – i henhold til kvantitetsteorien – før eller siden slå ud i inflation. Medlemmer af Bank of Japans pengepolitiske komite har dog givet udtryk for, at en kvantitativ lempelse ikke vil kunne påvirke realøkonomien, da Japan er i en likviditetsfælde.¹

KAN PENGEPOLITIKKEN PÅVIRKE ØKONOMIEN? ER JAPAN I EN LIKVIDITETSFÆLDE?

Pengepolitikken påvirker bl.a. økonomien gennem en rentekanal. Når centralbanken sætter renten ned, antages det ofte, at realrenten – dvs. nominel rente minus (forventet) inflation – også falder på grund af kortsigts prisstivheder. Da realrenten er den relevante rente for realøkonomiske beslutninger, får pengepolitikken dermed realøkonomiske effekter, eksempelvis på investeringerne. I en situation, hvor renten er nul som i Japan, kan centralbanken ikke længere direkte påvirke realrenten i nedadgående retning via rentenedsættelser, selv om dette måtte være ønskeligt, fx på grund af deflationsforventninger. Pengepolitikken har tilsyneladende mistet sin effekt på den samlede efterspørgsel.

I traditionel økonomisk teori bliver en situation, hvor pengepolitikken er virkningsløs, benævnt en likviditetsfælde. Dette likviditetsfældebe-

¹ Se fx Fujiwaras tale af 25. juli 2001, der kan findes på Bank of Japans hjemmeside. Se også OECD (2001).

greb indtræffer i en situation med en lav rente, hvor den private sektor er villig til at holde vilkårlige stigninger i pengemængden måske som følge af, at alternativomkostningen ved at holde penge (renten) er lille. Fælden består i, at centralbanken kan tilvejebringe store mængder penge, likviditet, uden at det påvirker renten og dermed økonomien.¹

I økonomisk teori bliver det ofte antaget, at der kun findes én rente. I praksis findes der et væld af renter, der fx varierer med løbetiden. Den praktiske pengepolitik er, som nævnt, ofte indrettet på at styre en helt bestemt kort pengemarkedsrente, jf. Bank of Japans operationelle mål før marts 2001 og Federal Reserves operationelle mål: Fed Funds Rate. Virkningen af pengepolitikken på realøkonomien, den pengepolitiske transmission, bliver dermed mere kompleks, da lange renter ofte spiller en større rolle for realøkonomien end de korte, og gennemslaget fra kort til lang rente er usikkert. Pengepolitik gennemført via markedsoperationer, der primært involverer køb og salg af korte statspapirer med henblik på at påvirke en kort pengemarkedsrente, kan man benævne konventionel pengepolitik. Likviditetsbegrebet fra traditionel økonomisk teori tager som udgangspunkt ikke højde for sondringen mellem konventionel pengepolitik og tiltag af mere ukonventionel art. Derfor er Japan ikke i en likviditetsfælde efter den opfattelse, da pengepolitikken stadig har instrumenter til rådighed, der kan påvirke økonomien, fx massive køb af lange statsobligationer, jf. næste afsnit.

Den amerikanske økonom Krugman (1998) tager i sin definition af en likviditetsfælde derimod hensyn til den praktiske gennemførelse af pengepolitikken. Fælden bliver aktiveret, hvis konventionel pengepolitik er blevet impotent, fordi nominelle renter er nul (eller tæt på), så injektioner af pengebase² ingen effekt har, da pengebase og korte obligationer anses som værende perfekte substitutter af den private sektor.

I henhold til Krugmans definition er Japan i en likviditetsfælde. Under normale omstændigheder – positiv kort pengemarkedsrente – virker pengepolitikken simplificeret set ved, at den likviditet, som centralbanken stiller til rådighed for modparterne, er en imperfekt substitut for de værdipapirer, centralbanken modtager til gengæld. Modparterne har en portefølje af aktiver: Aktier, korte obligationer, lange obligationer, udlån til private, likviditet, osv. Modparterne optimerer afkastet på deres portefølje. Efter en markedsoperation, hvor centralbanken køber korte statspapirer af modparterne mod likviditet, vil modparternes por-

¹ Den første til at beskrive en situation, hvor pengepolitikken er virkningsløs, var Keynes (1936). Hans argument for, at den private sektor ved en lav rente ønsker at holde penge frem for obligationer, var, at den er bange for at lide kapitaltab på obligationer, når renten stiger igen (obligationskursen falder).

² Pengebase er defineret som de pengepolitiske modparters indeståender i centralbanken, Current Account Balances, plus seddel og mønt.

tefølge være ændret. De har modtaget ikke-rentebærende papirer, likviditet, og har solgt rentebærende korte statspapirer. Markedsoperationen skaber en ubalance i modparternes finansielle porteføljer, og modparterne re-optimerer sammensætningen af porteføljen. Dette fører normalt til, at modparterne øger deres udlån og køber andre værdipapirer, hvilket stimulerer økonomien. I den specifikke japanske situation, hvor renten på de korte statspapirer også er de facto nul, jf. figur 2, sker der ikke en reel ændring af modparternes finansielle portefølje, når Bank of Japan gennemfører markedsoperationer. De skifter blot et ikke-rentebærende risikofrit papir ud med et andet. Der er med andre ord ikke et incitament til at re-optimere sammensætningen af porteføljen, og der sker ingen ekspansion af udlån eller påvirkning af kurser på andre værdipapirer. Konventionel pengepolitik har ingen direkte effekter.¹

I en Krugman-lignende likviditetsfælde vil man ikke se stigninger i pengebasen lede til tilsvarende stigninger i pengemængden. Det har heller ikke været tilfældet i Japan, jf. figur 2. Ideen med det nuværende kvantitative mål er, at en kvantitativ stigning i pengemængden før eller siden vil slå ud i prisniveauet. Problemet er blot, at stigninger i pengebasen ikke nødvendigvis slår ud i bredere mål for pengemængden ved konventionel pengepolitik.

Ud over rentekanal påvirker pengepolitikken økonomien gennem en kreditkanal. Mekanismen er, at efter en pengepolitisk ekspansion vil modparterne – når økonomien ikke er i en likviditetsfælde – normalt øge deres kreditgivning til den private sektor. Dette illustrerer vigtigheden af en velfungerende banksektor for pengepolitikens virkning, for med en svag banksektor som i Japan vil kreditkanalen ikke være til stede, og eventuelle pengepolitiske effekter derfor være formindsket.

Den traditionelle opfattelse af likviditetsfælden lægger vægt på en finanspolitisk løsning, da pengepolitikken pr. definition er virkningsløs. Japan har også ført en ekspansiv finanspolitik, men det har ikke været tilstrækkeligt. Det kan bl.a. skyldes, at den private sektor har øget sin opsparing som reaktion på stigningen i den offentlige låntagning. Krugman præciserer i sin likviditetsfælde, at pengepolitikken ikke er virkningsløs, kun den del der vedrører konventionelle operationer. Krugman og andre kommentatorer har da også foreslået diverse ukonventionelle pengepolitiske tiltag til at løse den specifikke situation i Japan.

¹ Omvendt kan der argumenteres for, at Bank of Japan påvirker renterne på statsobligationer ved sine månedlige køb, jf. ovenfor.

KAN PENGEPOLITIKKEN LØSE JAPANS ØKONOMISKE KRISE?

Japan oplever deflation, og den korte pengemarkedsrente er nul. Med andre ord, realrenten er positiv. Den oplagte løsning er troværdigt at skabe (forventet) inflation for at presse realrenten ned og dermed stimulere økonomien, jf. Krugman (1998, 2000). Her gennemgås de forslag, der hyppigst har været fremsat med henblik på, at pengepolitikken skal få vendt Japans nuværende deflationære udvikling; se fx Bernanke (2000), Krugman (1998, 2000), McCallum (2001), Meltzer (2001) og Svensson (2001a,b).

Inflationsmålsætning

Fra flere sider har det været foreslået, at Bank of Japan bør have en inflationsmålsætning i stil med fx England eller Sverige. Det skal hjælpe til at skabe inflationsforventninger. En inflationsmålsætning er et mellem mål, der typisk vedrører det mellemlange sigt, og det er en mulighed. Det relevante spørgsmål er dog, om det kan implementeres troværdigt på kort sigt – dvs. er de nødvendige redskaber til rådighed? Troværdighed er en nødvendig betingelse for, at politikken vil kunne påvirke forventningsdannelsen.

Bank of Japans politik har haft visse ligheder med et regime med et inflationsmål. Under nulrentepolitikken blev det meldt ud, at denne ville blive fortsat, indtil deflationspresset forsvandt. Varigheden af den nuværende politik er mere specifik, da den vil blive gennemført, indtil forbrugerprisindekset eksklusiv friske fødevarer udviser en ikke-negativ årtil-år stigningstakt. Det relevante spørgsmål på kort sigt er dog fortsat: Hvilket pengepolitisk redskab kan skaffe inflation?

Yderligere forøgelse af det nuværende operationelle mål

Det kvantitative mål er p.t. 10-15.000 mia.yen. Da Japan er i en likviditetsfælde, vil en forøgelse ikke have store effekter, hvis den bliver gennemført med de sædvanlige markedsoperationer. Korte statspapirer og likviditet er nære substitutter, og modparternes porteføljer bliver ikke ændret, når korte papirer bliver handlet for likviditet. Både det nuværende og et eventuelt højere niveau for det kvantitative mål vil kræve, at Bank of Japan fortsætter med at udvide sine markedsoperationer for at løse problemet med modparternes lave efterspørgsel efter likviditet, jf. ovenfor.

Forøgelse af det kvantitative mål kan dog tjene to formål. Så længe den finansielle sektor er svag, kan det være nødvendigt at tilvejebringe store mængder likviditet for at undgå finansielle problemer. Pengepolitikken påvirker forventningsdannelsen, og forhøjelser kan have signal-

værdi, da Bank of Japan signalerer villighed til at tackle de deflationære tendenser.

Massive opkøb af statsobligationer – monetarisering

Flere kommentatorer har foreslået, at Bank of Japan optrapper købene af lange statsobligationer, hvor renten ikke er nul, jf. figur 2. Det er allerede sket, men det har først og fremmest været med henblik på at nå det kvantitative mål og har ikke været et bredere mål i sig selv.

En massiv optrapning af købene i det sekundære marked vil på kort sigt presse renterne ned som resultat af den øgede efterspørgsel efter obligationer. Faldet i renterne vil stimulere økonomien.

Det er også muligt for Bank of Japan at købe statsobligationer direkte ved udstedelse (det primære marked) og ikke af modparterne.¹ En sådan operation, hvor statens underskud bliver finansieret direkte ved centralbankens køb af obligationer, eller ved at regeringen trækker direkte på sin konto i centralbanken, kaldes monetær finansiering af statens underskud.² Populært sagt bliver underskuddet finansieret ved at "lade seddelpressen køre"; staten køber varer og tjenesteydelser for likviditet. Historiske erfaringer viser, at monetær finansiering af statens underskud fører til høj inflation.³

Obligationskurser varierer med (forventet) inflation, og det har ført til frygt for, at den lange rente eventuelt vil stige, hvis opkøbene blev optrappet kraftigt.⁴ Argumentationen bygger netop på, at optrapningen kan opfattes som et skridt hen mod monetær finansiering og dermed inflation. Det vil påvirke risikopræmien. Et ønske om at holde den lange rente lav ved monetær finansiering kan være ensbetydende med, at centralbanken skal købe enorme mængder statsobligationer, da inflationsforventninger vil påvirke kursen. Omvendt vil centralbanken og den sårbare private banksektor lide et tab på deres obligationsbeholdninger, hvis kurserne falder.

Japanske pengeinstitutter har siden 1998 øget deres beholdninger af statsobligationer kraftigt som en reaktion på de "dårlige lån" og i et forsøg på at leve op til reglerne for kapitaldækning (IMF, 2001a; OECD, 2001). Et betragteligt kursfald på obligationsmarkederne kan derfor medføre betydelige tab for pengeinstitutterne, og det kan true den finansielle stabilitet, ikke bare i Japan, men også globalt.

¹ Bank of Japan køber ikke p.t. ved udstedelse.

² Når staten overtrækker sin konto i centralbanken, kan det opfattes som et lån i centralbanken. Det vil optræde som et aktiv på centralbankens balance. Modposteringen på passivsiden vil være en stigning i seddel og mønt eller i modparternes indeståender i centralbanken.

³ Maastricht-traktaten forbyder monetær finansiering i EU-landene.

⁴ Flere medlemmer af den pengepolitiske komite har givet udtryk for dette; se fx talerne af Ueda og Suda henholdsvis den 27. december 2001 og 25. februar 2002. Se også Fujiki et al (2001) og Shirakawa (2001, 2002).

Massive opkøb vil skaffe inflation, men der er en hel række ubekendte: Hvor store skal opkøbene være? Hvor stort et tab er centralbanken villig til at tage på sin obligationsbeholdning? Hvilken exit-strategi skal vælges, hvis inflationen tager mere til end forventet? Hvordan påvirkes markedpsykologien af tiltaget? Hvilken effekt får det for den nødlidende banksektor? Hvad er omkostningen for centralbankens troværdighed? Her tænkes ikke bare på troværdighedstab som resultat af eventuel driftstab, men også tvivl om politisk uafhængighed.

Intervention på valutamarkedene

En svækkelse af yen har ligeledes været nævnt som en mulighed. Det vil gøre eksportvirksomhederne mere konkurrencedygtige og importerede varer dyrere. Japan er et stort og forholdsvist lukket land, hvorfor disse to effekter sandsynligvis ikke vil være tilstrækkeligt til at genrejse den japanske økonomi. En tredje teoretisk effekt kan tænkes, hvis yen deprecierer så kraftigt, at det nye niveau for såvel den reale som den nominelle valutakurs ligger under det langsigtede niveau. På lang sigt vil den reale valutakurs vende tilbage til sin langsigtede værdi; man vil forvente en real appreciering. En forventet real appreciering må modsvares – via et renteparitetsargument – med et fald i realrenten vis-a-vis udlandet. Den reale appreciering kan så enten opnås gennem en nominal valutakursappreciering eller en stigning i det japanske prisniveau. Holder Bank of Japan den nominelle valutakurs midlertidigt fast, vil tilpasningen – i henhold til ræsonnementet – ske gennem inflation i Japan.¹

Umiddelbart er valutakurspolitikken det japanske finansministeriums ansvar og er derfor en politisk beslutning. Interventionsløsningen forudsætter dermed internt japansk samarbejde mellem finansministeriet og centralbanken. Eksternt samarbejde er ligeledes nødvendigt. Qua sin størrelse og økonomiske indflydelse vil en markant svækkelse af yen forudsætte accept fra såvel andre store industrilande som asiatiske nabolande. Der kan også stilles spørgsmålstegn ved, om de finansielle markeder kan manipuleres i den grad, forslaget lægger op til. Forventninger om en eventuel implementering vil også påvirke de finansielle markeder.

Er der muligheder for pengepolitikken under en nulrente?²

Sammenfattende kan man konkludere, at der er muligheder for pengepolitikken i Japan, selv under en kort pengemarkedsrente lig nul. Disse

¹ Se Svensson (2001a,b) for detaljer omkring en mulig strategi, der involverer et sådant midlertidigt fastkursregime.

² Dette generelle spørgsmål er ikke kun relevant for Japan. Clouse *et al* (2000) har undersøgt mulighederne i det amerikanske tilfælde, skulle Fed Funds Rate blive sat ned til 0. Federal Open Market Committee diskuterede ligeledes på deres møde i januar 2002 mulighederne, jf. minutes. Se også Fujiki *et al* (2001).

muligheder ligger uden for det, man kan kalde konventionel og gennemprøvet pengepolitik. Det primære usikkerhedsmoment vedrører især evnen til at manipulere de finansielle markeder på systematisk vis.¹

DE INTERNATIONALE ORGANISATIONER: OECD OG IMF

Mens nogle kommentatorer lægger vægt på, at pengepolitikken kan løse Japans økonomiske krise, jf. sidste afsnit, fokuserer de internationale økonomiske organisationer, IMF og OECD, i højere grad på strukturelle reformer, især i banksektoren.

OECD

OECD (2001) mener, at en nøgleprioritet i Japan er en reform af banksektoren, der skal sikre, at pengepolitikens kreditkanal bliver genetableret. Så længe dette ikke sker, vil pengepolitikens virkning være formindsket, da eventuelle lempelser ikke vil slå ud i øget udlån til den private sektor. Manglende afskrivning af "dårlige lån" holder sektorer med lav produktivitet i live, samtidig med at højproduktive sektorer muligvis mangler finansiering. Reformerne bør gennemføres med det samme og på trods af kontraktionære effekter på kort sigt eksempelvis i form af konkurser.²

OECD mener ikke, at Japan bør foretage drastiske pengepolitiske lempelser, medmindre en deflationær spiral viser sig, dvs. mere dramatiske fald i prisniveauet kombineret med mere dramatiske fald i den private efterspørgsel. Det vurderes, at risici er for høje. Omvendt tildeler OECD pengepolitikken en vigtig rolle i fx at understøtte den svage finansielle sektor og lempe pengepolitikken inden for den nuværende ramme. Givet det høje kvantitative mål og modparternes lave efterspørgsel ved markedsoperationerne bliver det anbefalet, at Bank of Japan inddrager en bredere vifte af værdipapirer i markedsoperationerne, så den finansielle prisdannelse ikke bliver u hensigtsmæssigt påvirket. Købene skal da udelukkende tjene til formål at nå det operationelle mål og ikke som sådan påvirke prisen på bestemte finansielle aktiver.

IMF

IMF (2001a, 2001b, 2002) mener, at Japans økonomiske krise først og fremmest skyldes manglende evne til at tackle følgerne af den bristede

¹ Der har været fremsat en mængde andre utraditionelle forslag. Her skal for fuldstændighedens skyld nævnes 4: (i) Hvis Bank of Japan køber jord, vil det presse prisen op på jord og dermed stimulere økonomien; (ii) "pengeregning". Den praktiske udgave af den teoretiske ekspansion af pengemængden. En kombination af en indkomstoverførsel fra staten til husholdningerne finansieret af statens træk på centralbanken; (iii) beskatning af penge, fx via en skat på bankindsat, der vil føre til øget efterspørgsel; (iv) Bank of Japans køb af banksektorens "dårlige lån" for derved at stimulere udlån og dermed den aggregerede efterspørgsel.

² Andre strukturelle reformer bliver også anbefalet; se evt. det tilhørende Policy Brief, der kan downloades fra OECDs hjemmeside: <http://www.oecd.org/pdf/M00022000/M00022664.pdf>.

finansielle boble og til at tilpasse sig til globaliseringen. IMF taler også for, at der bliver gennemført strukturelle reformer – primært i banksektoren – selv om det vil have negative effekter på økonomien på kort sigt. Ligeledes bliver en mængde andre reformer anbefalet herunder et stabiliseringsprogram for de offentlige finanser. IMF anbefaler, at pengepolitikken benyttes aggressivt til at bekæmpe deflationen. Hvis de deflationære kræfter ikke letter snart, bør der ske yderligere lempelser. IMF (2002) går dog ikke i detaljer med hensyn til, om det udelukkende skal ske inden for den nuværende ramme.

SAMMENFATNING

Den korte pengemarkedsrente er nul. Japan er i en passende defineret likviditetsfælde, men det er ikke ensbetydende med, at pengepolitikken ikke kan påvirke økonomien. De pengepolitiske tiltag, der er tale om, ligger dog uden for konventionel – "business as usual" – pengepolitik, og sideeffekterne er usikre. OECD anbefaler, at drastiske pengepolitiske lempelser kun iværksættes, hvis en værre deflationær spiral udvikler sig. Pengepolitikken kan ikke alene løse Japans økonomiske krise.

I en moderne markedsøkonomi er den finansielle sektor en vigtig mekanisme, der sikrer, at økonomiske transaktioner kan gennemføres gnidningsfrit. En sund finansiel sektor er en nødvendig betingelse for en sund økonomi – også i Japan. Pengepolitik er ikke en substitut for strukturelle reformer.

REFERENCER

Bayoumi, T., Collyns, C., 2000. *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. IMF.

Bernanke, B.S., 2000. Japanese monetary policy. A case of self-induced paralysis. Institute for International Economics.

BIS, 2001. Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area. *BIS Papers* No 9.

Cargill, T.F., Hutchison, M.M., Ito, T., 2000. *Financial Policy and Central Banking in Japan*. MIT Press.

Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D., Tinsley, P., 2000. Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero. The Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-51.

Danmarks Nationalbank, 1999. *Pengepolitik i Danmark*.

Fujiki, H., Okina, K., Shigenori, S., 2001. Monetary policy under zero interest rate: Viewpoints of central bank economists. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 89-130.

IMF, 2001a. *Japan: Economic and policy developments*. IMF Country Report No 01/221, december.

IMF, 2001b. *World Economic Outlook*. Oktober.

IMF, 2002. *World Economic Outlook*. April.

Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment Interest and Money*. MacMillan and Co.

Krugman, P., 1998. It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.

Krugman, P., 2000. Thinking about the liquidity trap. *Journal of the Japanese and International Economies* 14, 221-237.

Kuttner, K.N., Posen, A.S., 2001. The great recession: Lessons for macroeconomic policy from Japan. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 93-185.

Kuttner, K.N., Posen, A.S., 2002. Passive savers and fiscal policy effectiveness in Japan. NBER.

McCallum, B.T., 2001. Japanese monetary policy again. Manuskript.

Meltzer, A.H., 2001. Monetary transmission at low inflation. Some clues from Japan in the 1990s. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 13-34.

Miyanoya, A., 2000. A guide to Bank of Japan's market operations. Bank of Japan, *Financial Markets Department Working Paper Series* 00-E-3.

Mühleisen, M., 2000. Too much of a good thing? The effectiveness of fiscal stimulus. I Bayoumi og Colllyns (redaktører): *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. IMF

OECD, 2001. *OECD Economic Surveys: Japan*. December.

Shirakawa, M., 2001. Monetary policy under the zero interest rate constraint and balance sheet adjustment. *International Finance* 4, 463-489.

Shirakawa, M., 2002. One year under 'quantitative easing'. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *Discussion Paper* 2002-E-3.

Svensson, L.E.O., 2001a. The zero bound in an open economy: The foolproof way of escaping from a liquidity trap. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 277-312.

Svensson, L.E.O., 2001b. How can Japan recover? *Financial Times* 25. September.