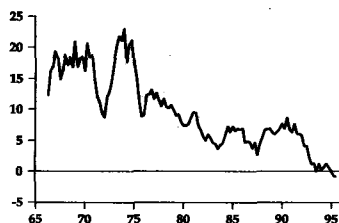


Depressie in Japan

Deflatie, hogere werkloosheid, mager groei van de particuliere bestedingen, pessimistische ondernemers, een latente financiële crisis en een scherp oplopend overheidstekort. Zo laat zich de situatie van de Japanse economie in enkele woorden samenvatten. Ruim vier jaar nu al bevindt de op een na grootste economie ter wereld zich in op of de rand van economische recessie. Waar de Europese landen in 1994 en de Amerikaanse economie al in 1991 de recessie van begin jaren negentig achter zich wisten te laten, is er in Japan op dit moment nog steeds niet van een noemenswaardig herstel sprake.

Volgens de jongste cijfers gaat het wederom bergafwaarts. De grote Japanse effectenhuizen en banken voorspellen voor de Japanse economie voor dit jaar een krimp van -0,2%. Tezamen met de dalende prijzen zorgt die krimp ervoor dat voor het eerst sinds de jaren dertig ook het bruto binnenlands produkt in nominale termen gemeten afneemt (figuur 1). In het tweede kwartaal van dit jaar daalde de bbp-deflator met 0,5%. Met name de Japanse consument is door een gebrek aan vertrouwen uiterst terughoudend. Volgens de jongste cijfers van het managements- en coördinatiebureau zijn de bestedingen van Japanse gezinnen dit jaar

Figuur 1. Groei van het nominale bbp in Japan



met uitzondering van april en mei alleen maar gedaald. De aanhoudende prijsdalingen weerhouden consumenten en het bedrijfsleven ervan hun geld uit te geven, laat staan te lenen.

Konden de economische problemen in Japan tot voor kort nog worden afgedaan als toch vooral een binnenlandse aangelegenheid, inmiddels nemen ook binnen de internationale gemeenschap de zorgen om de ontwikkelingen in Japan toe. Aanleiding daartoe zijn mede de problemen in de bankensector in Japan. Het Japanse systeem is op dit moment ernstig verzwakt door de vele leningen die eind jaren tachtig zijn verstrekt met als onderpand aandelen en onroerend-goed. Door de scherpe daling van de aandelen- en onroerend-goedprijzen in het begin van de jaren negentig is het totaal van de problemleningen volgens onofficiële schattingen inmiddels opgelopen tot 80 biljoen yen, bijna een kwart van het bruto binnenlands produkt. Na het omvallen van de belangrijke regionale bank Hyogo en het gedeeltelijk liquideren van de kredietcoöperatie Kizu zit de schrik er goed in.

De problemen in het Japanse bankwezen hebben er inmiddels toe geleid dat Japanse banken, als zij op de internationale geldmarkt willen lenen, een risicopremie van naar schatting 0,3% betalen. Buitenlandse effectenhuizen en banken trekken hun uitzettingen bij Japanse banken terug. Alleen door het bieden van een hogere rente slaagt het Japanse bankwezen er nog in op de internationale kapitaalmarkten aan geld te komen. Twee weken geleden maakte de Amerikaanse centrale bank bekend dat ze een noodfonds voor het zwaar geplaagde bankwezen heeft opgezet. Mochten Japanse banken in acute betalingsbalansproblemen komen, dan kunnen dollars geleend worden tegen onderpand van Amerikaanse staatsobligaties. De Amerikaanse zorgen komen voort uit de enorme investeringen van Japanse banken in kort- en langlopend Amerikaans overheidspapier die, wanneer banken in de problemen komen, ter verkoop kunnen worden aangeboden. Dat bewijst dat de problemen in de Japanse bankensector nu niet langer worden gezien als een louter binnenlandse aangelegenheid.

De Japanse regering heeft de afgelopen vier jaar maar liefst zes stimule-

Deze bijdrage aan de maandelijkse monitor 'Financiële markten' wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

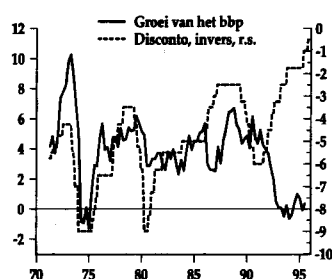
ringpakketten uit de kast getrokken om de economie vlot te trekken. In dezelfde periode werd het disconto verlaagd van 6% tot het historisch lage niveau van 0,5%. Door alle stimuleringsplannen zal het overheidstekort in het begrotingsjaar 1995 (maart 1995 tot maart 1996) volgens schattingen van Tokai Bank op JPY 46 biljoen ofwel 10% van het bruto binnenlands produkt uitkomen. In het fiscale jaar 1994 bedroeg het tekort van de gehele publieke sector volgens recent bekendgemaakte cijfers 34,8 biljoen yen ofwel 7,5% van het bbp. Gezien het overheidstekort kan de Japanse overheid niet doorgaan met nog meer geld in de economie pompen.

De Japanse economie lijkt gevangen in een deflatoire spiraal die sterk doet denken aan Amerika in de jaren dertig. Wat is er mis met de BV Japan? Waarom slaagt de overheid er niet in met de door haar doorgevoerde budgettaire en monetaire stimulering de economie vlot te trekken? Of is het gewoon een kwestie van geld hebben?

Liquidity trap

Het onvermogen de Japanse economie door middel van monetaire stimulering vlot te trekken heeft verschillende economen er in de afgelopen maanden toe verleid te stellen dat de Japanse economie zich waarschijnlijk bevindt in een situatie van een klassieke Keynesiaanse liquidity trap. In deze situatie is de monetaire politiek niet effectief ter stimulering van de economie (figuur 2). Er is sprake van een horizontale LM-curve. De vraag naar geld is volledig inelastisch. Effectief is alleen datgene wat leidt tot een verschuiving van de IS-curve naar rechts. In een depressie zal bestedingsgroei niet komen van de particuliere sector en derhalve resterend slechts overheidsmaatregelen ter stimulering van de bestedingen (overheidsbestedingen of belastingverlagingen).

Figuur 2. Disconto en reële groei bbb

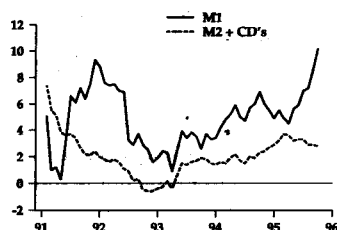


Het is echter de vraag in hoeverre deze constatering terecht is. Als dat zo zou zijn, dan moet er een zeker minimum zijn waaronder de rente niet daalt. Daar lijkt in Japan gezien de rentedaling die sinds het begin van het jaar is opgetreden nog geen sprake van. Sinds het begin van het jaar is de lange rente in Japan van 4,7% tot iets onder de 3% gedaald. De korte rente daalde in dezelfde periode van 2,3% tot minder dan 0,5%. Een andere mogelijkheid is dat gezien de sterke waardestijging van de yen het beleid van de Japanse monetaire autoriteiten eenvoudiger nog niet expansief genoeg is geweest. Volgens een vuistregel komt 5% waardestijging van de yen overeen met ongeveer 1% rentedaling. Dat zou betekenen dat ook al lijkt het misschien nu zo alsof de monetaire stimulering niet werkt, de maatregelen die de Japanse monetaire autoriteiten hebben doorgevoerd uiteindelijk toch hun effect zullen hebben.

Geldpersen op volle toeren

De conclusie is niet overdreven dat de Japanse monetaire autoriteiten de geldpersen op dit moment op volle

Figuur 3. Groei en M1 en M2 + CD's



toeren laten draaien. In een bijna wanhopige poging verlaagde de Japanse centrale bank begin september het disconto naar 0,5%. Die verlaging van het disconto was de negende sinds juli 1991. In juli was het disconto ook al met 0,5% verlaagd. Daarnaast valt uit de balans van de centrale bank af te lezen dat de Bank of Japan inmiddels gestopt is met het steriliseren van valuta-interventies. In de afgelopen jaren heeft zij dat steeds wel gedaan. Maar sinds de zomer zijn door de Japanse centrale bank op grote schaal staatsobligaties gekocht. Die aankopen zijn gefinancierd door yennen bij te drukken. In de afgelopen drie maanden alleen al kocht de centrale bank via zogenoemde Rinban operaties zo voor bijna 2 biljoen yen aan overheidsobligaties.

Die forse monetaire stimulering bergt forse risico's in zich. Als de centrale bank geld bijna gratis weggeeft en op grote schaal staatsleningen opkoopt in ruil voor yennen, is het gevaar groot dat dit in een later stadium zal leiden tot een forse stijging van de inflatie. Of – als een economisch herstel uitblijft – tot een hernieuwde assetprijnsinflatie in Japan. Maar blijkbaar is de centrale bank van Japan op dit moment bereid die risico's te nemen. De monetaire verruiming van de afgelopen maanden is tot nu toe nog niet voldoende geweest om de dalende trend in de economie te keren. Maar op de internationale valutamarkten, waar dit soort beleidswijzigingen sneller doorwerken, heeft de monetaire stimulering inmiddels al wel het gewenste effect gehad. Sinds het hoogtepunt van de koers van de yen in het voorjaar is de waarde van de Japanse munt zowel ten opzichte van de dollar als de Duitse mark al met ongeveer 20% gedaald.

Jongste stimuleringspakket

Zelfs al zou de nu doorgevoerde monetaire stimulering vanwege een horizontaal verlopende LM-curve niet of slechts zeer langzaam werken, en dus een forse budgettaire stimulering het enige juiste medicijn zijn, dan nog is met het jongste stimuleringspakket dat in september is aangekondigd de situatie wat dat betreft hoopgevend. De Japanse regering heeft de afgelopen vier jaar zes stimuleringspakketen uit de kast getrokken om de economie vlot te trekken. Veel van die stimuleringspakketen bevat-

ten maatregelen die al eerder waren aangekondigd. Verder bleek na uitvoering van die pakketten vaak dat wat linksom werd weggegeven rechtsom weer werd wegbezuinigd. Maar het jongste stimuleringspakket lijkt voor het eerst sinds lange tijd weer een aanzienlijk bedrag aan 'harde' maatregelen. Naar schatting zal van het totale bedrag van 15 biljoen yen ongeveer 5 biljoen yen daadwerkelijk tot hogere bestedingen leiden. Dat komt neer op een groei-impuls van ongeveer 1,4% van het bbb.

Economisch herstel in '96

Alles afwegende lijkt het waarschijnlijk dat de forse monetaire stimulering die door de centrale bank in de afgelopen maanden is doorgevoerd, tezamen met het in september aangekondigde stimuleringspakket, deze keer wel tot een herstel van de Japanse economie in 1996 zullen leiden. De beleidsconstellatie lijkt expansiever dan ooit. Voorts profiteert de zwaar geplaagde bankensector van het inmiddels hoog opgelopen verschil tussen korte en lange rente tarieven. In theorie belet de Japanse centrale bank zelfs niets tot in het oneindige door te gaan met het opkopen van staatsschuld om de rente laag te houden. Zolang dat niet leidt tot een oplopen van de geldhoeveelheid, kan zij dat financieren door yennen bij te drukken. Ondanks alle monetaire stimulering is de groei van de geldhoeveelheid nog steeds erg laag. In september bedroeg de groei van de geldhoeveelheid in ruime zin opnieuw niet meer dan 2,8% (figuur 3).

De geldhoeveelheid in enge zin vertoont wel een sterke groei. In september lag M1 10,2% boven het niveau van een jaar geleden. Maar die toename is voor een deel statistisch. Gezien de problemen in de Japanse bankensector kiezen particulieren er op dit moment op grote schaal voor hun geld in de meest liquide vorm aan te houden.

Leen Meijaard