

Japan als kapitaalverschaffer

W.W. Boonstra*

Door de beursval van Tokio is onnodig ongerustheid ontstaan over de rol van Japan als internationale kapitaalverschaffer. De solvabiliteit van de Japanse banken is weliswaar aanmerkelijk gedaald, maar repatriëring van buitenlandse tegoeden is noodzakelijk noch raadzaam. Daarnaast valt van de gezinshuishoudingen en institutionele beleggers geen vergaande reactie te verwachten. De industrie wordt echter geconfronteerd met een omvangrijke herfinancieringsbehoefte. Mocht het tot een afbouw van het Japanse buitenlandse effectenbezit komen, dan kan daarvan hooguit tijdelijk een versturende werking uitgaan op de financiële markten, omdat via een omweg de gelden toch weer in het internationale financiële verkeer terechtkomen.

Sinds het hoogtepunt op 29 december 1989 vertoont de Nikkei-index een fors dalend verloop. Van 38.916 einde 1989 is de index recent beneden de 16.000 terecht gekomen. De ontwikkeling op de Japanse effectenbeurs (zie figuur 1) en de daaruit voortvloeiende verliezen voor Japanse beleggers (met name de banken) hebben geleid tot de nodige onrust. Hierbij staan vier vragen centraal. Ten eerste is daar de vraag of Japanse beleggers nu op grote schaal buitenlandse beleggingen gaan repatriëren en, zo ja, op wat voor een schaal dit dan zal gaan gebeuren. De tweede vraag is die naar de gevolgen van de beurscrisis voor de vermogenspositie van Japanse gezinshuishoudingen. Ten derde is twijfel gerezen omtrent de solvabiliteit van het Japanse bankwezen. Japanse banken mogen immers onge-realiseerde koerswinsten op hun effectenbezit voor 45% meetellen bij de bepaling van hun eigen vermogen. Nu deze koerswinsten voor een belangrijk deel zijn geëlimineerd, bestaat de dreiging dat de Japan-

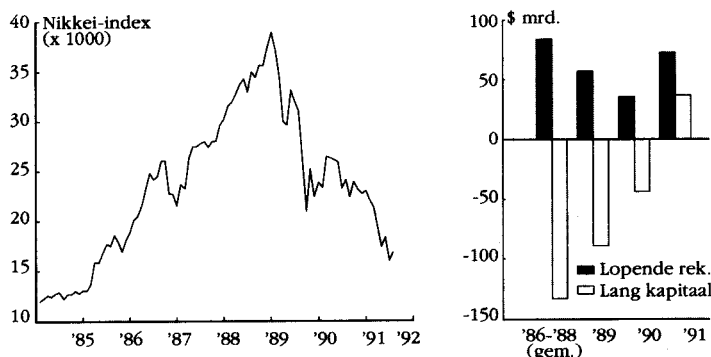
se banken niet bijtijds aan de door de BIS voorgeschreven solvabiliteitsratio van 8% voldoen. Tot slot wordt ingegaan op de vraag of Japan zijn rol als kapitaalverschaffer van de wereld zal kunnen blijven vervullen.

In dit artikel wordt eerst meer gedetailleerd op het Japanse internationale kapitaalverkeer ingegaan. Hierbij wordt tevens onderzocht welke beleggers voor de uitstroom van beleggingskapitaal verantwoordelijk waren en hoe zij worden geraakt door de recente ontwikkelingen op de Japanse beurs. Vervolgens wordt de solvabiliteit van het Japanse bankwezen behandeld. Tot slot zal een korte verkenning van de toekomstige rol van Japan in het internationale kapitaalverkeer worden gemaakt.

De Japanse kapitaalbalans 1986-1990

Japan heeft zich in de jaren tachtig ontpopt als een prominent exporteur van lang kapitaal (zie figuur 2). Zoals blijkt uit de figuur vormde deze uitvoer van lang kapitaal niet alleen het spiegelbeeld van het forse overschot op de lopende rekening, maar overtrof de structurele kapitaaluitvoer bij voortduring het overschot op de lopende rekening, zodat het land een tekort op zijn basisbalans had. Een aanzienlijk deel van de Japanse uitvoer van lang kapitaal werd gefinancierd met middelen die door het Japanse bankwezen interbancair werden aangetrokken. Dit weerspiegelde zich in een groot en scherp oplopend netto buitenlands passief van het Japanse bankwezen. Door enerzijds grootschalig interbancair te 'funderen' en anderzijds op grote schaal middelen ter

Figuur 1 en 2. De ontwikkeling van de Japanse beurs (links) en het lange-kapitaalverkeer versus de lopende rekening (rechts)



* De auteur is als hoofd van de activiteit Internationaal Onderzoek verbonden aan de Stafgroep Economisch Onderzoek van de Rabobank Nederland.

beschikking te stellen ter financiering van een kapitaaluitstroom vervulde het Japanse bankwezen in de jaren tachtig een cruciale draaischijffunctie in het internationale kapitaalverkeer.

De belangrijkste component van de Japanse kapitaaluitvoer vormden de beleggingen in effecten, met name in obligaties. Daarnaast waren de directe investeringen van groot belang. Deze namen in de tweede helft van de jaren tachtig explosief toe in reactie op de appreciatie van de yen en in anticipatie op protectionistische maatregelen, zie tabel 1. Over de regionale spreiding van de Japanse buitenlandse beleggingen zijn slechts sporadisch (zwaar verouderde) cijfers voorhanden. Het bleek dat in 1985 circa 50% van het beleggingskapitaal richting de VS ging, vergeleken met circa 12% richting EG.

Ontwikkelingen in 1991

In 1991 sloeg de lange kapitaalbalans om. Dit werd niet veroorzaakt doordat de Japanse kapitaaluitvoer stakte (ofschoon de directe investeringen wel aanzienlijk terugvielen), maar omdat een aanzienlijke instroom van kapitaal vanuit het buitenland ontstond. Nadrukkelijk zij gesteld dat dit geen repatriëring van Japanse middelen betrof, aangezien dit op de kapitaalbalans niet als kapitaalimport, maar als negatieve uitvoer zou worden geboekt. Blijkbaar werd Japan in 1991 als beleggingsland 'herontdekt'. Hierbij zij bedacht dat zich in 1990 reeds een majeure daling van de Nikkei-index had voorgedaan, waardoor de eerste contraire beleggers ongetwijfeld Japan weer werden binnengelokt. Het was zelfs zo dat, na een scherpe inzinking in 1990, de Japanse beleggingen in buitenlandse effecten in 1991 weer explosief toenamen, al werd het niveau van het topjaar 1989 nog lang niet bereikt.

Het enorme overschot op de basisbalans dat Japan vorig jaar realiseerde, sloeg vrijwel geheel neer in het internationale bedrijf van de Japanse banken. Het netto buitenlands passief liep met maar liefst \$ 84 mrd terug.

De belangrijkste beleggers

In de periode 1986-1991 kochten Japanse beleggers in totaal voor \$ 504 mrd aan buitenlandse effecten aan. Hiervan bestond \$ 443 mrd uit obligaties. Uit de statistieken van de Bank of Japan valt voor een deel te reconstrueren waar deze effecten zijn neergeslagen. Het blijkt dat de buitenlandse beleggingen van het gezamenlijke bankwezen in deze periode per saldo met \$ 89 mrd zijn gestegen. Hiervan namen de grote banken (de z.g. 'city banks') slechts \$ 25 mrd voor hun rekening. Tevens blijkt dat deze beleggingen, althans tegen de waarde waarvoor zij op de balans staan, slechts luttele procenten van het balanstotaal uitmaken.

Uit tabel 2 kan worden gedestilleerd dat het bezit van buitenlandse effecten van banken en enkele belangrijke institutionele beleggers tussen 1985 en 1991 in totaal met per saldo \$ 304 mrd is toegenomen. De opsomming van tabel 2 is echter niet volledig. Zo ontbreekt het effectenbezit van de Japanse postbank. Deze instelling had eind augustus 1991 een balanstotaal ter waarde van yen 140.550 mrd (\$ 1.027 mrd) en is daarmee veruit de grootste financiële instelling ter wereld. Ook deze instelling zou enkele procenten van haar portefeuille aanhouden

Tabel 1. Het lange-kapitaalverkeer nader gespecificeerd (mrd. \$)

	1986-88 (gem.)	1989	1990	1991
Kapitaaluitvoer	138,3	192,1	120,8	121,9
• directe investeringen	22,7	44,1	48,0	31,2
• aankoop effecten	92,3	113,2	39,7	74,3
wv. obligaties	83,9	94,1	29,0	68,2
Kapitaalimport	5,3	102,9	77,2	158,5

Bron: Bank of Japan

in het buitenland. Cijfers hierover zijn echter niet voorhanden. Evenzo ontbreekt inzicht in het effectenbezit van niet-financiële instellingen.

Overigens moet worden beseft dat het niet zonder meer correct is om de cumulatieve uitstroom aan beleggingskapitaal te vergelijken met de mutatie in de stand op de balansen van de beleggers. In de tussentijd treden immers koersmutaties op, zowel op de effecten- als op de valutamarkten, die de waarde van de beleggingsportefeuilles beïnvloeden zonder dat zij op de betalingsbalans tot uiting komen. De hier gehanteerde benadering is dan ook tamelijk grof. Zo mag worden aangenomen dat op een deel van de in 1986 en 1987 aangeschafte effecten substantiële wisselkoersverliezen zijn geleden. Desondanks mag met de nodige slagen om de arm, worden ge-

Tabel 2. De belangrijkste houders van buitenlandse effecten (mrd. \$)

	1985	1990	1991 ^a	85/91 (cum)
Bankwezen ('banking accounts')				
Totaal activa	1.876	5.381	5.582	
Effectenbezit	288	916	931	
• Japanse aandelen	59	253	281	
• buitenlandse effecten	37	136	126	89
Bankwezen ('trust accounts')				
Totaal activa	418	1.412	1.437	
Effectenbezit (I)	124	425	462	
• Japanse aandelen	20	165	167	
• buitenlandse effecten	17	82	101	84
Effectenbezit (II)				
• Japanse aandelen	79	236	204	
• buitenlandse effecten	34	27	42	8
Levensverzekeringsmaatsch.				
Totaal activa	256	940	1.024	
Effectenbezit	90	424	448	
• buitenlandse effecten	24	127	127	103
Andere verzekeringsmaatsch.				
Totaal activa	59	189	204	
Effectenbezit	26	79	86	
• buitenlandse effecten	5	23	25	20

(I): 'Gewone' Trust funds.

(II): Securities Investment Trusts.

a. 1991 banken: november; levensverzekeraars: september; andere verzekeraars: oktober.

Bron: Bank of Japan.

	1984	1987	1990	1991 ^a
Totaal (yen mrd)	454.027	582.005	759.204	776.848
Idem in % bnp	153	166	177	171
wv. • deposito's en spaarrekeningen	64	63	62	62
• verzekeringen	18	18	21	21
• obligaties	9	8	7	7
• overig	9	11	10	10
• (aandelen)	n.b.	15	12	11)

a. September.
Bron: Bank of Japan.

Tabel 3.
Opgebouwd vermogen
Japanse gezinshuishoudingen

concludeerd dat de Japanse internationale beleggingen voor circa twee derde tot driekwart het werk is geweest van de in tabel 2 vermelde instellingen. Uit tabel 3 blijkt dat het aandeel van gezinshuishoudingen eveneens bescheiden is geweest. Voor zover die al in internationale effecten hebben belegd, is dat via de 'trust funds' gegaan. Voorts blijkt hoe conservatief de Japanse gezinnen hun vermogen hebben belegd. Het leeuwedeel is belegd in deposito's, spaarrekeningen en verzekeringspolissen. Tussen haakjes staat het aandelenbezit, zoals dat indirect uit de verschillende 'trust funds' en de verzekeringspolissen voortvloeit. Dit aandeel is momenteel beperkt tot 11% van het totale vermogen (na een top van 15% in 1987). Dit betekent tevens dat de vermogens-effecten voor de gezinnen van de Japanse beurskrach beperkt zijn gebleven. De indruk ontstaat dat een deel van de buitenlandse beleggingen is neergeslagen bij het niet-financiële bedrijfsleven. Ofschoon dit strookt met anekdotisch bewijsmateriaal, verschaffen de statistieken van de Bank of Japan hieromtrent geen uitsluitsel.

Tabel 4. De solvabiliteit van het Japanse bankwezen

De positie van de banken

De solvabiliteitspositie van het Japanse bankwezen is gemiddeld genomen minder precair dan in tal van

	BIS-ratio per ultimo		Kritische grens Nikkei
	september 1991	maart 1992	
Dai-Ichi Kangyo	8,38	8,0	15.624
Sakura	7,57	8,0	18.611
Sumitomo	8,94	8,5	11.711
Fuji	8,72	8,0	15.974
Mitsubishi	8,71	8,8	16.194
Sanwa	8,50	8,1	15.151
Tokai	8,34	8,1	17.051
Kyowa-Saitama	8,90	8,2	12.478
Bank of Tokyo	8,50	8,0	19.024
Daiwa Bank	9,01	8,5	14.007
Hokkaido Takushoku	8,80	8,6	16.258
Totaal city banks	8,6	8,1	n.v.t.
Industrial Bank of Japan	8,39	8,5	15.369
Long Term Credit Bank	8,56	8,5	15.118
Nippon Credit Bank	8,03	8,1	17.668
Tot. long term credit banks	8,33	8,4	
Tot. trust banks	n.b.	8,7	
Tot. regional banks	n.b.	8,8	

Bron: kolommen 1 en 3, IBCA (via *Financial Times*); kolom 2, Nomura securities.

verhalen wordt gesuggerereerd. Weliswaar zijn er instellingen die de acht-procentgrens van de BIS-ratio dreigen te missen, maar de meeste banken lijken nog een zekere marge te hebben. Wel is de BIS-ratio ten gevolgen van de koersval op de aandelenbeurs in de tweede helft van het afgelopen boekjaar gemiddeld aanmerkelijk gedaald, zie tabel 4.

Voorts zitten er enkele adders onder het gras. Zo zeggen de huidige BIS-ratio's niets over het obligo dat de banken hebben opgebouwd ten opzichte van de noodlijdende onroerend goedsector. Met name de trustbanken, die uit de bovenstaande tabel als relatief solide naar voren komen, hebben hier omvangrijke vorderingen van dubieuze kwaliteit. De groep 'city banks', de belangrijkste bankinstellingen, hebben hier een relatief gering obligo. Voorts veronderstelt de derde kolom een constante wisselkoers (yen/dollar 130). Een appreciatie van de dollar zal per bank verschillende effecten hebben, al naar gelang de samenstelling van de balans. Volgens de Industrial Bank of Japan zou bij een yen/dollar van 140 de Nikkei tot boven de 21.000 moeten stijgen om de BIS-ratio gemiddeld boven de 8% te houden.

Overigens hebben de Japanse banken in de afgelopen twee jaar voor circa yen 6.000 mrd aan nieuw eigen vermogen aangetrokken (meest tier 2: achtergestelde leningen). Daarnaast schrijven de banken in hoog tempo leningen af. In het afgelopen boekjaar steeg het bedrijfsresultaat met bijna 27% ten opzichte van het jaar daarvoor, terwijl het nettoresultaat (na afschrijvingen) met 24% afnam.

Grootschalige repatriëring?

De kans op grootschalige repatriëring van Japanse buitenlandse beleggingen is moeilijk in te schatten. Desondanks vallen er wel wat uitspraken te doen. Hiertoe is het raadzaam om verschillende categorieën te onderscheiden. Allereerst zijn daar de banken. Deze zijn relatief onbelangrijk, ofschoon zij altijd nog circa \$ 90 mrd aan buitenlandse effecten in portefeuille hebben. Uitlatingen van bankmanagers duiden er op dat de Japanse banken momenteel de verdere opbouw van buitenlandse activa achterwege laten, doch niet aan afbouw van hun buitenlands bezit zouden denken. Dit laatste zou ook niet raadzaam zijn, aangezien buitenlandse beleggingen veelal een hogere cash-flow genereren dan beleggingen in Japan. Een grootschalige repatriëring lijkt niet waarschijnlijk. Anders ligt het bij de industrie. Deze wordt geconfronteerd met een aanzienlijke stijging van de kapitaalkosten, die structureel van karakter lijkt te zijn. Niet alleen moeten nieuwe investeringen voortaan tegen hogere kosten worden gefinancierd, ook ligt er een enorme herfinancieringsbehoefte. De komende jaren vervalt namelijk ter waarde van honderden miljarden dollars aan niet-uitgeoefende 'equity-linked' obligaties. Dit alles zou kunnen betekenen dat veel bedrijven de financiële activiteiten (Zaitech) zullen afbouwen. Vanuit deze hoek lijkt dus wel degelijk een grootschalige repatriëring van buitenlandse beleggingen te mogen worden verwacht.

Voor de institutionele beleggers geldt dat repatriëring weinig zinvol lijkt. De portefeuilles van Japanse instituten kennen nog steeds een matige internationale diversificatie. Alleen al om deze reden lijkt een afbouw van de internationale beleggingen vanuit deze hoek

weinig voor de hand liggend. Wel zal de expansie van de buitenlandse beleggingen voorlopig beperkt blijven, omdat juist vanuit deze hoek momenteel de banken van nieuw vermogen worden voorzien.

Het effect van repatriëring

Mocht, ondanks het voorgaande, toch een substantiële repatriëring van Japans kapitaal optreden, dan is het allereerst van belang om te kijken hoe belangrijk Japanse beleggers zijn voor de verschillende financiële markten. Volgens het onderzoeksinstituut ISI zou het Japanse aandeel op de Amerikaanse obligatiemarkt slechts enkele procenten bedragen. De cijfermatige onderbouwing van deze stelling is echter zwak en houdt waarschijnlijk een onderschatting van het Japanse belang in. Voorts kan zelfs van een relatief geringe afbouw (bij voorbeeld enkele tientallen miljarden dollars) van het Japanse effectenbezit wel degelijk een versturende werking op de financiële markten uitgaan. Een dergelijke verstoring zal echter slechts tijdelijk blijken te zijn. Om het effect zuiver in beeld te krijgen moet goed worden beseft wat er vervolgens met de teruggehaalde gelden gebeurt. Hier zijn meerdere mogelijkheden:

De gelden worden aangewend om tekorten in yen aan te zuiveren. In dat geval worden zij omgewisseld in yen en slaan neer in de goud- en deviezenvoorraad van de Bank of Japan, of in het buitenlandse actief van het bankwezen. In beide gevallen komen de gelden via een omweg weer ter beschikking van de internationale financiële markten. Belangrijk hierbij is dat wordt beseft dat ook de Japanse goud- en deviezenvoorraad deels in buitenlandse vastrentende waarden wordt belegd;

De gelden worden aangewend om tekorten in buitenlandse valuta aan te zuiveren, bij voorbeeld de eerder vermelde vervallende 'equity-linked' effecten. In dat geval komen de gelden weer elders op de internationale kapitaalmarkt vrij, en wel bij de huidige houders van deze effecten.

In beide gevallen is per saldo geen sprake van internationale liquiditeitsvernietiging. Een vanuit Japan geïnitieerde 'credit crunch' lijkt dan ook een onwaarschijnlijk scenario, zij het dat er zich van tijd tot tijd kortstondige verstoringen kunnen voordoen.

Toekomstig kapitaalverkeer

Japan blijft ook de komende jaren op grote schaal lopende overschotten genereren. Alle andere belangrijke economieën vertonen echter een hardnekkig tekort op hun lopende rekening, zie tabel 5. Naast de sterke spaarneiging in Japan, die samenhangt met de afwezigheid van goede sociale voorzieningen, duur onderwijs enzovoort, werken ook de recente ontwikkelingen een spaaroverschot in de hand. Immers, de structureel gestegen kapitaalkosten zullen ceteris paribus leiden tot een afnemende investeringsneiging, hetgeen met de hoge spaarquote bijdraagt aan een spaaroverschot.

Er vallen nu drie mogelijkheden te onderscheiden.

1. Het lopende overschot slaat neer in kapitaaluitvoer. In dat geval zijn dus de Japanse beleggers/investeerdere de financiers van de spaartekorten elders. Wel lijkt het waarschijnlijk dat, gezien de problemen in het bankwezen, er niet weer sprake zal zijn van een bancair gefinancierd tekort op de basisbalans. Evenwicht op deze deelbalans lijkt eer-

	1992	1993	1994	1995
Japan	105	100	95	90
Verenigde Staten	-50	-50	-50	-50
Duitsland	-15	-10	-10	-15
EG	-60	-60	-70	-80

Bron: Rabobank Nederland

der voor de hand te liggen. Over de samenstelling van de kapitaaluitvoer valt op voorhand niet zoveel te zeggen. Enerzijds zou de toegenomen dreiging van protectionisme en de trendmatig verslechterende concurrentiepositie van Japan kunnen leiden tot extra directe investeringen in het buitenland. Aan de andere kant zijn er in toenemende mate geluiden dat het Japanse bedrijfsleven, deels als uitloei van de gestegen kapitaalkosten, op grote schaal de investeringsplannen aan het heroverwegen is. Hoe de directe investeringen zich per saldo zullen ontwikkelen is dan ook niet duidelijk. Verwacht wordt echter dat zij substantieel zullen blijven, doch lager dan in de hoogtijdagen van de jaren tachtig.

2. Het overschot slaat neer in de goud- en deviezenvoorraad. In dat geval is Japan toch een verschaffer van beleggingskapitaal, omdat de deviezenvoorraad niet chartaal op de plank ligt, maar wordt belegd.

3. Het overschot slaat neer bij het bankwezen. In dat geval komt het Japanse spaaroverschot via een omweg door het interbancaire circuit alsnog ter beschikking aan de internationale financiële markten. Een combinatie van de drie bovenstaande mogelijkheden is trouwens het waarschijnlijkst. Het een en ander duidt er echter op dat, zelfs indien Japanse banken en/of beleggers zelf te kopschuw zijn geworden om nog internationale risico's te willen lopen, het spaaroverschot alsnog wordt teruggesluisd. Overigens geldt hetzelfde voor middelen die Japan uit andere hoofde binnenvloeien. Het is niet ondenkbaar dat bij voorbeeld de huidige relatief lage stand van de Nikkei een grote zuigkracht gaat uitoefenen op buitenlands kapitaal. Ook deze middelen zullen via de bovenstaande mogelijkheden 2 en 3 in het internationale circuit worden teruggesluisd.

Conclusie

De conclusie uit het voorgaande is vierledig:

- een grootschalige repatriëring van Japans beleggingskapitaal is niet waarschijnlijk;
- de val van de Nikkei heeft de vermogenspositie van Japanse gezinnen niet wezenlijk aangetast;
- ofschoon de recente ontwikkelingen op de Japanse beurs de solvabiliteit van het bankwezen hebben aangetast en het aantrekken van nieuw eigen vermogen bemoeilijken, lijkt de situatie minder dramatisch dan tal van rapporten schetsen;
- Japan zal de komende jaren zijn rol als geldschietter van de wereld hernemen.

Alles bij elkaar lijkt een door de Japanse beurscrisis gegenereerde internationale schaarste aan kapitaal dan ook een onwaarschijnlijk scenario.

Wim Boonstra

Tabel 5.
**Lopende-
rekeningsaldi
1991-1995**
(\$ mrd)