

Japan, de geldschieter van de wereld

Japan heeft zich in betrekkelijk korte tijd ontwikkeld tot de belangrijkste financiële grootmacht ter wereld. De omvang van de Japanse beleggingen op b.v. de Amerikaanse kapitaalmarkt is zo groot dat de Japanners een substantiële invloed op de internationale rente hebben. Alleen al het gerucht van een mogelijke desinteresse van Japanse beleggers voor nieuw Amerikaans overheidspapier kan de lange rente in de VS met vele basispunten omhoogdrijven. In dit artikel worden enkele achtergronden en gevolgen van de Japanse financiële invasie geschetst.

DRS. W.W. BOONSTRA*

Inleiding

Vanaf het midden van de jaren zeventig heeft Japan vrijwel steeds overschotten op de lopende rekening van zijn betalingsbalans gegenereerd. De jaren volgend op de oliecrisis aan het einde van de jaren zeventig vormen op deze regel een uitzondering. De Japanse overschotten zijn vanaf 1983 snel in omvang toegenomen (zie tabel 1).

De overschotten in het lopende verkeer leidden tot een omvangrijke uitvoer van lang kapitaal. Deze kapitaaluitvoer is de laatste jaren in een stroomversnelling geraakt en overtreft zelfs bij voortduring de saldi op de lopende rekening. Aan de achtergronden van de Japanse overschotten en de recente snelle groei ervan is elders al voldoende aandacht besteed¹. Op deze plaats wordt hieraan dan ook verder nauwelijks aandacht geschonken. In dit artikel wordt ingegaan op de invloed van Japan op de internationale geld- en kapitaalmarkten. Hierbij komt tevens de opkomst van het Japanse bankwezen ter sprake. Centraal staat de vraag of de Japanse invloed een tijdelijk dan wel een min of meer permanent karakter heeft.

Oorzaken

Achter de Japanse kapitaaluitvoer bevindt zich een aantal oorzaken die in navolging van Van Nieuwkerk kunnen worden onderverdeeld in *stuwkrachten* en *trekkrachten*².

Als eerste stuwkracht kan het reeds gememoreerde overschot op de Japanse lopende rekening worden genoemd. Na de eerste oliecrisis kwam de Japanse economie op een lager groeipad terecht. Tegelijkertijd liep de investeringsquote scherp terug, terwijl de particuliere spaarquote zich

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau Buitenland van de AMRO Bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Zie bij voorbeeld D. McLaughlin, *The world's largest creditor - how long can Japan's surplus last?*, *Midland Bank Review*, zomer 1987, blz. 16-23; M. Matsukawa, *The Japanese trade surplus and capital outflow*, Group of Thirty Occasional Papers, nr. 22, 1987; daarnaast vormen de OECD Economic Surveys van de laatste jaren een 'continuing story' van het Japanse exportsucces.

2. M. van Nieuwkerk, *Kapitaalexport*, ESB, 15/22 april 1987, blz. 352-358.

Tabel 1. De Japanse betalingsbalans, in mrd. dollar

	1980-1982 ^a	1983	1984	1985	1986	1987
Saldo handelsbalans	13,4	31,5	44,3	56,0	97,7	91
Saldo lopende rekening	0,5	20,8	35,0	49,2	86,0	85
Netto lang kapitaal	-7,4	-17,7	-49,7	-64,5	-131,8	
Netto kapitaalopbrengsten (pro memorie)	0,6	3,1	4,2	6,8	9,5	14

a. Gemiddeld.

Bron: Bank of Japan; 1987: eigen raming.

Tabel 2. Buitenlandse effecten in handen van de belangrijkste financiële instellingen, ultimostanden in mrd. dollars, tussen haakjes in procenten van het totaal

	1980	1985	1986	1987 ^a
<i>Banking accounts</i>				
Grote commerciële banken (city banks)	2,9 (0,5)	14,0 (1,4)	22,3 (1,6)	26,5 (1,6)
Regionale banken	0,5 (0,1)	9,2 (1,7)	15,9 (2,2)	18,5 (12,3)
Trustbanken	0,6 (1,1)	6,5 (4,4)	11,0 (4,9)	5,5 (6,0)
Lange-termijnkredietbanken	1,2 (0,9)	6,9 (3,1)	10,6 (3,4)	13,5 (3,8)
Coöp. landbouwbank (Norinchukin Bank)	. (.)	4,8 (.)	10,2 (.)	11,7 (.)
<i>Trust accounts</i>				
Alle banken	. (.)	17,3 (4,1)	63,6 (8,9)	86,6 (9,4)
Levensverzekeringsmaatschappijen	. (.)	23,8 (9,3)	45,9 (11,7)	55,9 (12,0)
Overige verzekeringsmaatschappijen	. (.)	5,1 (8,7)	8,6 (9,8)	10,7 (10,1)

a. Ultimo juli; verzekeringsmaatschappijen: ultimo mei.
Bron: Bank of Japan, *Economic Statistics Monthly*.

op een hoog niveau handhaafde. Het spaarsaldo van de particuliere sector liep hierdoor op en werd slechts ten dele door de overheid geabsorbeerd. Hierdoor vertoont de economie als geheel een spaaroverschot en daarmee een overschot op de lopende rekening. Dit overschot zocht een weg naar buiten.

De tweede stuwkracht komt vanuit het dereguleringsproces zoals dat plaatsvindt op de Japanse financiële markten. De Japanse financiële instellingen, die in de eerste naoorlogse decennia nauwelijks contact met het buitenland hadden, kregen in toenemende mate oog voor ontwikkelingen over de grens. Voor een deel werd deze interesse geïnduceerd door het gebrek aan goede investeringsmogelijkheden thuis. Daarnaast speelde een rol dat de Bank of Japan het internationale kapitaalverkeer geleidelijk vrijmaakte van restricties om met behulp van de export van kapitaal de yen te behoeden voor een al te scherpe appreciatie. Immers, na de ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods is de yen in principe een vrij zwevende valuta.

In de jaren zeventig stond de yen verscheidene malen bloot aan sterke opwaartse druk ten gevolge van de Japanse overschotten in het lopende verkeer. De Bank of Japan heeft in reactie hierop het internationale kapitaalverkeer geleidelijk gedereguleerd. Onder invloed van zowel economische krachten alsook politieke druk van buiten af is de liberalisatie van de Japanse financiële mark-

ten na 1980 in een stroomversnelling gekomen en zijn de restricties op het internationale kapitaalverkeer en het doen van transacties in vreemde valuta verder gereduceerd³.

Een direct gevolg van deze ontwikkeling is dat een toenemend aantal Japanse financiële instellingen actief is op buitenlandse markten. Tegelijkertijd mogen 'oudere' marktpartijen een groter deel van de hun toevertrouwde middelen in het buitenland beleggen dan in het verleden. Zoals uit tabel 2 blijkt is de laatste jaren het aandeel buitenlandse effecten in het balanstotaal van de verschillende Japanse financiële instellingen aanzienlijk gestegen⁴. Tegelijkertijd kan uit deze tabel worden afgelezen dat zij nog voldoende ruimte hebben om verdere beleggingen in het buitenland te verrichten.

Als trekkracht moet in de eerste plaats worden gewezen op het renteverskil tussen Japan en de Verenigde Staten. Reeds vanaf het midden van de jaren zeventig ligt de kapitaalmarktrente in laatstgenoemd land aanzienlijk hoger dan in Japan (zie figuur 1). Aangezien door dit rendementsverschil hebben Japanse beleggers grote bedragen in vooral Amerikaanse overheidsobligaties geïnvesteerd. De kapitaalstroom vanuit Japan richting VS is blijven vloeien, ook toen de dollar zich in hoog tempo in benedenwaartse richting begon te begeven. Ten dele kan dit worden verklaard uit het feit dat het hierdoor ontstane verlies op de dollarbezittingen meer dan gecompenseerd werd door de vermogenswinsten die werden geboekt door de internationale rentedaling⁵. Daarnaast werden beleggingen in de Verenigde Staten door de dollardaling voor Japanse, maar ook Europese beleggers, relatief goedkoop. Dit geldt uiteraard vooral voor portfolio-investeringen in de aandelenstroom of voor overnames van Amerikaanse bedrijven.

Figuur 1. De kapitaalmarktrente in de VS en Japan, jaargemiddelden 1966 tot 1987 IV



3. Zie N. Sato, Growth of investment in foreign bonds, in: *Japan's financial markets*, FAIR fact series, volume 31, 1987; W.W. Boonstra, Bankwezen Japan : binnenlandse opbouw, *Bank- en effectenbedrijf*, juni 1987, blz. 188-192; of H.J. Schotsman, Bankwezen Japan : buitenlandse uitbouw, *Bank- en effectenbedrijf*, juni 1987, blz. 193-196.

4. Doordat in Japan een tamelijk strikte scheiding bestaat tussen het bankbedrijf en het effectenbedrijf, wordt in de statistieken een onderscheid gemaakt tussen 'banking accounts' en 'trust accounts'. Dit onderscheid wordt in tabel 2 onverkort aangehouden.

5. Zie Sato, op. cit., blz. 10.

Tabel 3. De kapitaalbalans, in mrd. dollars

	1983	1984	1985	1986	1987 ^a
Saldo lopende rekening	20,8	35,0	49,2	86,0	50,7
Totale uitvoer lang kapitaal	- 32,5	- 56,8	- 81,8	-132,1	- 92,5
<i>waarvan</i>					
- directe investeringen	- 3,6	- 6,0	- 6,5	- 14,5	- 9,3
- effecten	- 16,0	- 30,8	- 59,8	-102,0	- 68,0
(wv. obligaties)	(- 12,5)	(- 26,8)	(- 53,5)	(- 93,0)	(- 57,4)
- overig	- 12,9	- 20,0	- 15,5	- 15,6	- 15,2
Totale invoer lang kapitaal	14,8	7,1	17,3	0,6	- 2,4
Netto uitvoer lang kapitaal	- 17,7	- 49,7	- 64,5	-131,5	- 94,7
Saldo basisbalans	3,1	- 14,7	- 15,3	- 45,5	- 44,0

a. Januari - juli.

Samenstelling

Wanneer de samenstelling van de Japanse kapitaaluitvoer wordt bekeken, dan valt als eerste het belang op van de post effecten. Deze nam in 1986 met \$ 102,1 mrd. maar liefst 77 % van het totaal voor zijn rekening (zie tabel 3). Ook de directe investeringen vertonen een geléidelijke groei, zij het met een veel lager tempo. Wel liggen de directe investeringen in de jaren tachtig aanmerkelijk hoger dan in eerdere decennia. In 1986 vertoonden zij een zeer snelle stijging, hetgeen een indicatie is van de reactie van het Japanse bedrijfsleven op de snelle appreciatie van de yen tegenover de dollar. Daarnaast is het doen van directe investeringen, vooral in de Verenigde Staten, als gevolg van de opgetreden dollardepreciatie zeer aantrekkelijk geworden. In de eerste helft van 1987 bevonden de directe investeringen zich opnieuw op een hoger niveau. De overige componenten van de kapitaaluitvoer spelen zowel in absolute als in relatieve zin een ondergeschikte rol.

Regionale spreiding

Zowel bij de directe investeringen als bij de beleggingen in buitenlandse effecten is het leeuwedeel naar de VS gegaan (zie tabellen 4 en 5). Gezien de omvang van de Amerikaanse markt is dit weinig verwonderlijk. Evenmin is het

Tabel 4. Regionale spreiding van directe investeringen, in mrd. dollars, fiscale jaren (april-maart)

	1982	1985	1951-1985
Verenigde Staten	2,7	5,4	25,3
Europa	0,9	1,9	11,0
<i>waarvan</i>			
-Nederland	0,1	0,6	1,6
-Verenigd Koninkrijk	0,2	0,4	3,1
-West-Duitsland	0,2	0,2	1,3
Zuidoost-Azië	1,4	1,4	19,5
Overig	4,1	3,5	27,8
Totaal	7,7	12,2	83,6

Bron: Bank of Japan.

verwonderlijk dat als gevolg van de valutaire ontwikkelingen van de afgelopen jaren juist de Japanse directe investeringen in de VS snel zijn gestegen. Men kan door middel van lokale productie eenvoudiger concurreren op de Amerikaanse markt en ook kunnen protectionistische maatregelen op deze wijze worden omzeild. Bovendien kan op deze wijze tegelijkertijd profijt worden getrokken van de lagere dollarkoers. Zo heeft het Japanse Mazda inmiddels aangekondigd om reeds in 1988 auto's vanuit de VS naar Japan te exporteren. Het behoeft geen nadere toelichting dat Japanse bedrijven op deze wijze ook beter kunnen concurreren op de Europese markt.

De Japanse voorkeur voor Amerikaanse effecten kan worden verklaard uit het behoudende karakter van de Japanse belegger. Deze wenst zijn belegging bij voorkeur zo liquide mogelijk te houden. Dit wil zeggen dat hij op een willekeurig moment op grote schaal bezittingen wil kunnen afstoten zonder dat dit ogenblikkelijk leidt tot een scherp koersverlies. Hieruit volgt een afkeer van dunne markten. Daarnaast moet uiteraard sprake zijn van een flink rendement. Gezien de enorme omvang van de Japanse kapitaalstroom is een markt echter al snel te dun. In de praktijk blijken buiten Japan alleen de beurzen van New York, Londen en in mindere mate Frankfurt in Japanse ogen voldoende diepte te bezitten. Het zal geen verbazing wekken dat Japanse beleggers een grote voorliefde hebben gekoesterd voor Amerikaanse staatsobligaties. Immers, een dikkere markt bestaat er niet en gezien het nog altijd gro-

Tabel 5. Regionale spreiding van de effectenportefeuille, in mrd. dollars

	1980	1985
Verenigde Staten	- 1,6	31,6
Europese Gemeenschap	2,0	8,5
Overig OESO	2,7	5,1
Overig	0,6	3,6
Totaal	3,8	59,8

Bron: M. Matsukawa, *The Japanese trade surplus and capital outflow*, Group of Thirty Occasional Papers, nr. 22, 1987, blz. 14.

te tekort op de Amerikaanse begroting is de uitgifte van nieuw papier de komende jaren nog wel verzekerd.

Zoals gezegd heeft de dollardepreciatie van de afgelopen jaren de Japanse beleggers er niet van kunnen weerhouden om op grote schaal in dollars te blijven investeren. Nu een verdere substantiële daling van de Amerikaanse rente niet meer in de lijn der verwachtingen ligt, lijkt de aandacht van de Japanse beleggers zich wel te verleggen naar de aandelenfeer. Tevens begint men meer aandacht voor beleggingen elders te krijgen. Zo zijn Japanse beleggers in toenemende mate actief op de Londense beurs en maakte tot voor kort de Australische beurs, mede dank zij het optreden van Japanse beleggers een hausse door.

Vanaf augustus 1987 lijkt de kapitaalstroom echter enigszins op te drogen. Zo bedroeg de netto uitvoer van lang kapitaal in augustus nog slechts \$ 1,4 mrd. (juli: \$ 18,5 mrd.). Dit kan voor een deel worden verklaard uit een veranderende risicoperceptie van de Japanners, die leidt tot een verminderde uitvoer van kapitaal en mogelijk zelfs enige repatriëring van fondsen. Daarnaast speelt een rol dat, nadat buitenlandse beleggers in 1986 en de eerste zeven maanden van 1987 hoegenaamd geen interesse in Japanse effecten hebben getoond, in augustus sprake was van een forse invoer van lang kapitaal. Deze ontwikkelingen, die overigens ook kunnen worden verklaard uit een verhoogde emissie-activiteit op de Tokyose beurs, lijken zich in september en oktober te hebben doorgezet.

Beleggen met geleend geld

Een aspect dat doorgaans enigszins wordt onderbelicht is dat een niet te veronachtzamen deel van de Japanse kapitaaluitvoer is gefinancierd met geleend geld. Zoals uit de betalingsbalans valt af te lezen, vertoont de basisbalans (zijnde het saldo op de lopende rekening vermeerderd met het netto lange kapitaalverkeer) al vele jaren een tekort. Tegelijkertijd vertoont de officiële deviezenvoorraad een gestage groei. De verklaring van dit fenomeen kan worden gevonden in het bancaire kapitaalverkeer. Het Japanse bankwezen heeft de afgelopen jaren een omvangrijk netto passief opgebouwd. Het blijkt dat zijn kantoren in vooral Londen omvangrijke bedragen aantrekken op de eurovalutamarkt en deze vervolgens doorsluizen naar de moederbank in Japan⁶.

Door zijn beleggingen in dollars ook in dollars te funden, kan de belegger het valutarisico ontlopen. Doordat hij kort leent en het aangetrokken geld uitzet in langlopende obligaties kan hij tevens profiteren van de marge tussen de lange en de korte rentetarieven. Tot slot kan hij in tijden met dalende rentevoeten gelijktijdig profiteren van een daling in zijn fundingkosten en een koerswinst op zijn beleggingen realiseren.

Er kleeft echter ook een nadeel aan deze ontwikkeling. Een stijging van de korte rente kan zich hierdoor namelijk versneld voortplanten in de lange sfeer. In zo'n situatie ziet de belegger zich direct geconfronteerd met hogere fundingkosten, terwijl hij mag verwachten binnen afzienbare termijn geen verdere vermogenswinst te kunnen boeken. Eerder ligt in zo'n situatie een stijging van de lange rente, en daarmee koersverlies, in de rede. Een logische reactie is dan het afstoten van dollarbezittingen en het aflossen van dollarverplichtingen. Gezien de omvang van de Japanse transacties zal een stijging van de korte dollartarieven zich aldus snel en scherp kunnen voortplanten in de lange sfeer. Het feit dat buitenlandse beleggers, voor zover zij hun dollarbeleggingen hebben gefinancierd met geleende dollars, geen valutarisico lopen, kan maken dat zij des te heftiger reageren op verwachte rentewijzigingen.

Los hiervan is het aandeel van Japanse beleggers op de

verschillende beurzen inmiddels zover opgelopen dat het renteverloop op de Amerikaanse kapitaalmarkt sterk wordt beïnvloed door hun gedrag. Sterker nog: alleen al geruchten omtrent de te verwachten desinteresse van Japanse beleggers voor veilingen van nieuw Amerikaans overheidspapier doet de lange rente in de VS soms al met vele basispunten tegelijk omhoogschieten.

De opkomst van de Japanse banken

Met de opkomst van Japan als kapitaalexporteur is ook het Japanse bankwezen aan een snelle opmars begonnen. Deze opmars valt voor een deel te verklaren uit bovenstaande ontwikkelingen. Zoals Schotsman het uitdrukt: "Het is voor de (Japanse) banken goed toeven aan de bron van de uitgaande geldstroom"⁷. Daarnaast heeft het Japanse bankwezen uiteraard kunnen profiteren van de internationale expansie van de Japanse industrie.

Ook heeft de Bank of Japan een stimulerende rol gespeeld. Zoals reeds gesteld is het Japanse financiële stelsel vele decennia lang afgeschermd geweest van de buitenwereld. Verder was het stelsel sterk gesegmenteerd, waarbij de verschillende marktpartijen op streng afgebakende deelreinen werkzaam waren⁸. De indruk bestaat dat de Bank of Japan, toen deze eenmaal was doordrongen van het feit dat de Japanse financiële markten in toenemende mate zouden moeten worden gedereguleerd en geïnternationaliseerd, de banken heeft gestimuleerd om naar het buitenland te gaan om 'het vak te leren', voordat buitenlandse banken zouden kunnen doordringen in Japan. Het is een feit dat buitenlandse banken in Japan, ook nadat het dereguleringsproces aan momentum had gewonnen, een marginale rol zijn blijven spelen. Het contrast met de opmars van Japanse banken in het buitenland (vooral de VS en het Verenigd Koninkrijk) is hier bijzonder scherp.

Een saillant detail is de klacht van vooral Europese en Amerikaanse bankiers dat Japanse banken zich schuldig maken aan dumping van leningen. Het blijkt dat, net als eerder de Japanse industrie, ook het Japanse bankwezen het opbouwen van een groot marktaandeel belangrijker vindt dan winstmaximalisatie op korte termijn.

Tot slot moet worden bedacht dat de internationale expansie van het Japanse bankwezen kwam in een tijd dat de Amerikaanse, en in mindere mate de Europese banken werden geplaagd door de nasleep van de internationale schuldencrisis. Het Japanse bankwezen had hier, mede doordat het relatief laat aan zijn internationale expansie is begonnen, in veel mindere mate last van.

Toekomstige ontwikkelingen

Nu de opkomst van Japan als financiële grootmacht in het voorgaande is geschetst, rijst de vraag hoe lang Japan een belangrijke kapitaalverschaffer voor de rest van de wereld zal blijven. Daarnaast is het interessant om te weten hoe het Japanse bankwezen zich zal gaan ontwikkelen.

De beantwoording van de eerste vraag hangt nauw samen met de toekomstige ontwikkeling van de Japanse lo-

6. International banking in London, *Bank of England Quarterly Bulletin*, jg. 26, nr. 3, september 1986, blz. 367-378.

7. Schotsman, op. cit., blz. 195.

8. Zie bij voorbeeld M. Quintyn, Regulering en deregulering van de financiële sector in Japan, *Bank en financieelwezen*, april 1987, blz. 65-73; of Boonstra, op. cit.

pende rekening. Deze wordt door tegengestelde krachten beïnvloed. Ten eerste zal de binnenlandse vraag, gestimuleerd door een aantal maatregelen van overheidswege, een gezonde groei blijven vertonen. Dit zal, in combinatie met een sterke valuta tot een toenemende importpenetratie leiden. Tegelijkertijd zal de exportgroei aanzienlijk zwakker zijn dan in het verleden als gevolg van de opgetreden en eventueel nog op te treden waardevermindering van de yen.

Het zal echter vele jaren in beslag nemen alvorens de lopende rekening tot voor het buitenland (lees: de VS) aanvaardbare proporties is teruggebracht. Dit wordt voor een deel veroorzaakt door de grote discrepantie tussen het niveau van de goederenexport en dat van de goederenimport. In 1986 bedroeg de verhouding tussen uitvoer en invoer maar liefst 1,82. Dit betekent dat het groeitempo van de import al ver boven dat van de export moet liggen, wil er geen sprake zijn van een verdere stijging van het overschot op de handelsbalans. Ook in het onzichtbare verkeer is er een factor die het aanpassingsmechanisme vertraagt. Doordat het door Japan in de loop der jaren opgebouwde vermogen uiteraard opbrengsten genereert, heeft het traditionele tekort in het onzichtbare verkeer de neiging af te nemen. Door dit alles zal het overschot op de Japanse lopende rekening de komende jaren slechts zeer geleidelijk dalen.

Een logisch gevolg van de door ons verwachte ontwikkeling van de lopende rekening is dat Japan de komende jaren een belangrijke exporteur van kapitaal zal blijven. De eerder gemelde stagnatie in de kapitaaluitstroom zal naar mijn mening tijdelijk blijken te zijn. De door Japan opgebouwde netto crediteurpositie zal de komende jaren dan ook verder worden uitgebouwd tot een orde van grootte van \$ 400 à 500 mrd. Over de samenstelling van de kapitaaluitvoer kan worden opgemerkt dat deze voor een belangrijker deel zal bestaan uit directe investeringen. De sterke yen maakt het voor Japanse bedrijven aantrekkelijk om produktiefaciliteiten te verplaatsen naar landen met een zwakkere valuta. Momenteel lijken vooral de Verenigde Staten, Zuid-Korea en Taiwan van de grotere Japanse investeringsactiviteit te profiteren. Daarnaast lijken het Verenigd Koninkrijk en Ierland aantrekkelijke produktielokaties.

Ondanks de grotere investeringsactiviteit zal het leeuwedeel van de Japanse kapitaaluitvoer uit effecten blijven bestaan. Net als in het verleden zal een groot deel hiervan naar de Verenigde Staten gaan, alleen al omdat de beurs van New York de meeste diepte heeft. Wel zal het accent minder zwaar op de obligaties liggen dan in het verleden het geval was, ofschoon de recente ontwikkelingen op de effectenbeurzen de Japanners ongetwijfeld uiterst voorzichtig zullen doen zijn. Daarnaast zullen Japanse financiële instellingen door hun immer groeiende aanwezigheid over de gehele wereld steeds meer kleinere, lokale beur-

zen op hun merites weten te beoordelen. Hierdoor zal de activiteit van de Japanse beleggers op steeds meer plaatsen merkbaar worden.

Dit impliceert tevens dat de wereld zal moeten leren leven met het feit dat het sentiment van Japanse beleggers in toenemende mate een stempel zal drukken op het internationale renteverloop. Hoe groot hun invloed in deze is, demonstreerden zij in april en mei van dit jaar. Het koersverloop van de dollar in de voorafgaande maanden had geleid tot een wantrouwen tegen deze valuta in Japan, waardoor de Japanse kapitaalstroom richting de Verenigde Staten haperde. Dit leidde tegelijkertijd tot een scherpe stijging van de lange rente aldaar (zie figuur 2), terwijl in Japan het rendement op de zogenaamde 'barometer bond' inzakte tot onder de 3%, aangezien de overvloedige middelen daar werden gestald.

De belangrijkste les uit deze gebeurtenis is dat de Amerikaanse monetaire autoriteiten bij de formulering van hun beleid in toenemende mate rekening hebben te houden met de belangen van anderen. Ook de Japanse banken zullen de komende jaren prominent aanwezig blijven op de internationale financiële markten. Alle factoren die hun opkomst tot dusver hebben ondersteund blijven ook de komende jaren aanwezig. Wel zal hun opmars worden afgeremd, allereerst doordat het scherpe contrast tussen het succes van Japanse banken in het buitenland en het uitblijven daarvan bij de buitenlandse banken in Japan in toenemende mate weerstanden oproept. Hierdoor kan Japan zich de komende jaren geconfronteerd zien met een verscherping van het licentiebeleid in andere landen. Daarnaast kunnen zowel de banken als de beleggers schade lijden als gevolg van protectionistische 'plaagstootjes'.⁹ Het antwoord op deze ontwikkeling zal vooral bestaan uit een verdergaande liberalisering van de financiële markten, waardoor buitenlandse banken, althans op papier, een betere uitgangspositie krijgen om in Japan te opereren.

Afgezien van deze factoren, die de expansie van de Japanse banken zullen afremmen, zal ook de verhevigde concurrentie op de financiële markten in Japan zelf — een uitvloeisel van de verdergaande deregulering — slachtoffers gaan eisen. Tot slot moet hier worden opgemerkt dat de door de Japanse banken gehanteerde strategie — eerst marktaandeel, daarna winst — naar zijn aard niet onbeperkt lang kan worden volgehouden.

Besluit

Na het voorgaande moge het duidelijk zijn dat de Japanse positie op de internationale financiële markten de komende jaren bijzonder sterk zal blijven. Zelfs indien op lange termijn de netto kapitaaluitvoer tot een halt mocht komen, dan nog blijft Japan een eminente marktpartij. Tegen die tijd hebben de Japanse beleggers een portefeuille van een dusdanige omvang opgebouwd, dat verhoudingsgewijs geringe aanpassingen in de samenstelling hiervan tot omvangrijke kapitaalstromen zullen leiden. Wel zal, doordat in die situatie ook de handelspositie is genormaliseerd, Japan aanzienlijk minder in de schijnwerpers staan van de internationale opinie. Het land zal zich dan hebben gevoegd in het rijtje 'renteniersnaties', waartoe onder andere het Verenigd Koninkrijk, Saoedi-Arabië, Zwitserland en in zekere zin ook Nederland behoren.

Wim Boonstra

Figuur 2. De kapitaalmarktrente in de VS en Japan, januari 1986 tot december 1987



9. Zo werd het voormalige pand van de *Financial Times*, Bracken House, kort nadat het voor een vermogen was aangeschaft door een groep Japanse beleggers, door de Britse overheid op de monumentenlijst geplaatst.