



Mogelijke sushi-crisis trekt regio mee

Auteur(s):

Haffner, R.C.G.,
Jansen, P.W.

De auteurs zijn werkzaam bij het Ministerie van Financiën, directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen.

Haffner is tevens verbonden aan ocfef.

R.C.G.Haffner@minfin.nl

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4384, pagina 832, 15 november 2002

Rubriek:

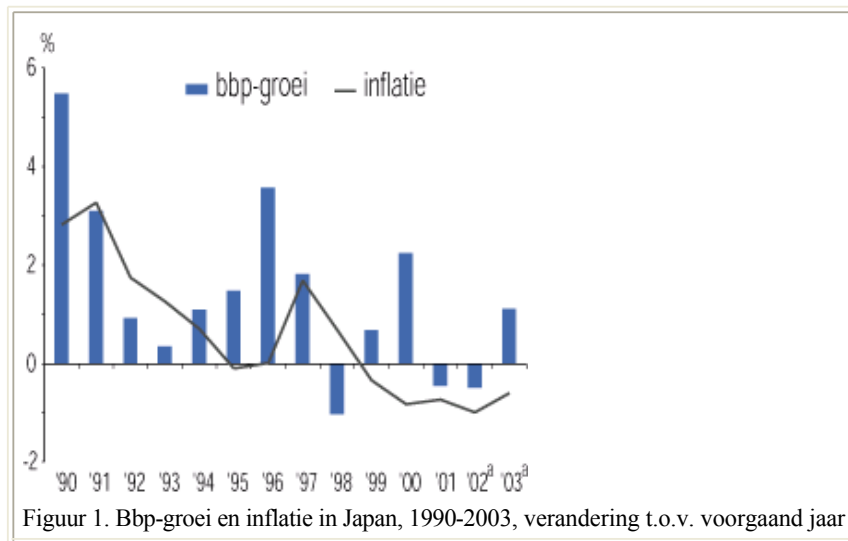
Monitor

Trefwoord(en):

japan

Een mogelijke financiële crisis in Japan zal waarschijnlijk weinig gevolgen hebben voor Nederland. Mocht het zover komen dan zijn vooral Aziatische landen de klos.

De Japanse economie kwakkelde al een decennium lang als gevolg van grote structurele problemen. De overheidsfinanciën zijn uit het lood, de financiële sector dreigt failliet te gaan en tot overmaat van ramp neemt de reële schuldenlast van financiële instellingen, bedrijven en de overheid steeds verder toe door aanhoudende prijsdalingen (deflatie). De huidige wereldwijde conjuncturele neergang is evenmin behulpzaam. Waar in de jaren tachtig de Japanse economie nog verwend was met groeicijfers van tegen de vier procent, is de gemiddelde groei sinds begin jaren negentig gezakt naar rond de één procent per jaar (zie [figuur 1](#)).



Figuur 1. Bbp-groei en inflatie in Japan, 1990-2003, verandering t.o.v. voorgaand jaar

Het onvermogen van Japanse beleidsmakers om het tij te keren heeft ervoor gezorgd dat er meer en meer wordt gesproken over de mogelijkheid van een financiële crisis in Japan ¹.

In dit artikel zetten we de gevolgen hiervan op een rij en beoordelen we de risico's voor de wereldeconomie en voor Nederland in het bijzonder.

Alarmfase

Onlangs heeft de Japanse centrale bank alarm geslagen. In een ongewoon open rapport geeft de Bank aan dat de Japanse financiële problemen "erger dan ooit" zijn en dat de middelen van de banken uitgeput zijn ². Er komen steeds meer slechte leningen bij terwijl ook een groot deel van de waarde van de aandelenportefeuilles van Japanse banken is verdampt door koersdalingen op de beurs. Om de balansposities van de banken te versterken, is de Bank overgegaan tot het opkopen van aandelen-

portefeuilles van commerciële banken. De Bank geeft aan nauw samen te willen werken met de regering om een financiële crisis te voorkomen. Omdat eerdere 'geleidelijke' pogingen om de financiële sector te hervormen op niets uitliepen, heeft de Japanse premier

Koizumi op 30 september de hervormingsgezinde Takenaka aangesteld als chef van de Financial Services Agency, de toezichthouder die verantwoordelijk is voor de financiële stabiliteit. Alle hoop is er nu op gevestigd dat minister Takenaka orde op zaken kan stellen. De

verwachtingen op dat punt zijn hooggespannen: nu al wordt gesproken van een Takenaka-shock. Anticiperend op de nieuwe maatregelen hebben buitenlandse fondsmanagers naar verluidt voor miljarden dollars aan kapitaal uit Japan teruggehaald³.

Financiële crisis

De mogelijkheid van een financiële crisis, bestaande uit een acute liquiditeitscrisis en het faillissement van grote financiële instellingen, kan daarmee echter niet worden uitgesloten. Temeer daar Takenaka heeft aangegeven dat geen enkele Japanse bank 'too big to fail' is. Een crisis in Japan kan substantiële gevolgen voor de wereldeconomie hebben, om twee redenen. Ten eerste gaat het om de tweede economie van de wereld met een ontwikkelde financiële sector (anders dan bij bijvoorbeeld Argentinië). In de tweede plaats is de Japanse economie een van de belangrijkste netto crediteuren in de wereld.

Structurele problemen

De neerwaartse spiraal waarin de Japanse economie terecht is gekomen, is veroorzaakt door een combinatie van verschillende structurele problemen. De problemen zijn terug te voeren op een inadequate reactie van beleids-makers na het uiteenspatten van de zeepbel op Japanse aandelen- en onroerend goed markten begin jaren negentig. Jarenlang is gekozen voor doormodderen in plaats van ingrijpen.

Een eerste probleem vormen de prijzen, die sinds 1999 vrijwel onafgebroken dalen. Deflatie zorgt ervoor dat de reële waarde van schulden toeneemt, terwijl het onderpand in prijs daalt. Hierdoor nemen eigen vermogens af, neemt de reële rentebetaling toe en wordt het financiële systeem kwetsbaarder. Daarnaast leidt deflatie ertoe dat consumenten minder consumeren omdat geld morgen meer waard is (spaarprikkel) en producten morgen goedkoper zijn (bestedingsrem). De deflatie wordt mede in stand gehouden doordat veel semi-failliete ondernemingen zijn blijven doordraaien met bank-

kredieten. Hierdoor blijft er overcapaciteit in de markt, hetgeen voor een neerwaartse prijsdruk zorgt.

In de tweede plaats hangen de oninbare leningen als een molensteen om de nek van de financiële sector. Schattingen van de omvang van de slechte leningen lopen uiteen van 8,1 tot 15 procent van het bbp⁴. Er komen nog steeds meer nieuwe oninbare leningen bij dan er worden afgeschreven. De lage Japanse rente (korte rente vrijwel nul en een lange rente van 1,2 procent) houdt de winstgevendheid van de banken laag. Bovendien zijn de activa van de banken aangetast door beurskoersdalingen.

Tenslotte is het monetaire en budgettaire mes inmiddels bot geworden. Het ruime monetaire beleid leidt niet tot extra kredietverlening. Veel financiële instellingen kunnen zich gezien hun balanspositie nauwelijks een uitbreiding van de kredietverlening veroorloven. Diverse budgettaire stimuleringspakketten hebben niet het gewenste effect gehad. Het overheidstekort ligt in 2002 rond acht procent van het bbp, terwijl Japan met 143 procent van het bbp de hoogste staatsschuldquote heeft van alle oeso-landen.

Gevolgen crisis

Wat zouden de uitstralings-effecten van een faillissement van (grote) Japanse financiële instellingen kunnen zijn?

Liquidatie Japanse bezittingen

Japan heeft een enorme netto crediteurenpositie van 1200 miljard dollar (eind 2000), waarvan circa éénderde bestaat uit valuta-reserves⁵. De angst bestaat dat als deze bezittingen tegelijkertijd in de verkoop gaan, dit grote neerwaartse koerseffecten zal hebben. Om twee redenen lijkt deze angst overdreven. Ten eerste zijn de Japanse belangen sinds begin jaren negentig sterk teruggelopen. Op dit moment bedraagt het aandeel van Japanse investeerders op de markt voor actief verhandelde staatsobligaties in de vs en Europa circa twintig procent. Echter, hun aandeel in de totale obligatiemarkt, waarop bijvoorbeeld ook bedrijfsobligaties worden verhandeld, bedraagt slechts twee procent.

Op de aandelenmarkt is het belang van Japanse beleggers nog geringer. Een massale liquidatie van Japanse bezittingen is bovendien onwaarschijnlijk. Dit zal alleen gebeuren in het geval van extreme verliezen of liquiditeits-tekorten, temeer daar op de buitenlandse investeringen vaak aantrekkelijke (veilige) rendementen behaald worden die in Japan niet mogelijk zijn. Daarnaast zal, in tegenstelling tot de uitlatingen van Takenaka, de regering een grote failliete bank vermoedelijk te hulp schieten om een vertrouwenscrisis te voorkomen.

Op het gebied van de directe investeringen hebben Japanse bedrijven overigens relatief veel geïnvesteerd in Nederland. Zo bedroeg de gemiddelde jaarlijkse directe investering van Japan in Nederland in de periode 1999-2001 anderhalf procent van het Nederlandse bbp. Nederland is daarmee zowel in absolute als in relatieve zin koploper in de eu, gevolgd door het Verenigd Koninkrijk. Tweederde van de Japanse directe investeringen in Europa heeft in de financiële sector plaatsgevonden. Nederlandse financiële instellingen en bedrijven zouden daarmee hinder kunnen ondervinden van een Japanse crisis, maar de kans op liquidatie van deze bezittingen lijkt gering omdat deze een langetermijnkarakter hebben.

Posities op de Japanse markten

Hoewel sommige buitenlandse investeerders verliezen zouden leiden bij een crisis in Japan, zijn de uitstaande posities op de Japanse markten in de afgelopen jaren steeds verder verminderd. Japanse aandelenmarkten zijn steeds meer onderwogen. Slechts vijf procent van de Japanse staatsobligaties is in handen van het buitenland; bij de bedrijfsobligaties is dit aandeel nog geringer. Hierdoor kan de vlucht van buitenlandse beleggers de prijs van financiële waarden slechts beperkt beïnvloeden. Een vergelijking met de Azië-crisis, waar de vlucht van buitenlandse beleggers zorgde voor de verspreiding van de crisis, gaat daarom niet op. Binnenlandse beleggers zullen evenmin vluchten door het (neerwaartse) wisselkoersrisico. Uitstaande bedragen op de markt voor afgeleide kredietinstrumenten bedragen zo'n honderd miljard (tien procent van de totale wereldmarkt). Wel lijkt sprake van een toename van de claims in yens door buitenlandse instellingen die een fysieke presentie hebben in Japan. Hoewel de kwaliteit van dergelijke activa zeker beïnvloed zal worden door een crisis, lijkt de bulk daarvan uit te staan bij leners van hoge kwaliteit.

De Nederlandse belangen in Japan zijn beperkt. In de afgelopen drie jaar bedroegen de directe investeringen van Nederlandse ingezetenen in Japan slechts 0,38 procent van het Nederlandse bbp. Daarvan kwam slechts een klein deel (0,05 procent van het bbp) terecht in de Japanse financiële sector.

Japanse beurs

Problemen in de Japanse financiële sector zullen naar verwachting slechts beperkte directe gevolgen hebben voor de Japanse beurs, omdat het aandeel van de financiële sector op de beurs al zeer sterk is verminderd. Zo is de marktkapitalisatie sinds 1993 met 25 procent teruggelopen. Exclusief de financiële sector was dit slechts negen procent, omdat de marktkapitalisatie van de banksector in deze periode daalde met 76 procent.

Wel kunnen de koersen van de bedrijven die schulden bij banken hebben onder druk komen te staan, als banken nakoming van de financiële verplichtingen gaan eisen. Als op grote schaal niet-financiële bedrijven tot een faillissement gedwongen zouden worden, zou dit kunnen zorgen voor een diepe en langdurige crisis. Verder zal een financiële crisis in Japan het vertrouwen van internationale beleggers aantasten, waarbij de risicopremies op financiële titels toenemen. Dit kan tijdelijk ook de aandelen van goede bedrijven onder druk zetten, zowel in Japan als (in mindere mate) daarbuiten. Temeer daar vanwege informatieasymmetrien niet direct duidelijk zal zijn welke bedrijven door de crisis getroffen zijn.

Rentestijging

Als de Japanse overheid falende financiële instellingen te hulp zou schieten, zet dit de overheidsfinanciën verder onder druk. Hierdoor neemt de kredietwaardigheid van de Japanse overheid af en kan de rente toenemen. In dat geval treden twee effecten op. Ten eerste verslechteren de overheidsfinanciën door de hogere rentelasten. Omdat de overheid vooral lang gefinancierd is, duurt het wel een aantal jaren voordat de rentelasten zwaarder gaan wegen op de begroting. Ten tweede zal het de balansposities van de Bank of Japan en de commerciële banken verslechteren. Deze bezitten zeer grote portefeuilles staatsobligaties, die bij een renterestijging (en een daarmee samenhangende koersdaling) minder waard zullen worden. Dit kan de financiële instellingen verder in problemen brengen. Daar staat tegenover, dat commerciële banken bij een hogere lange rente meer kunnen verdienen aan de kredietverlening.

De kans op een forse rentestijging lijkt overigens klein. Japanse besparingen worden grotendeels in Japan belegd en, zoals gesteld, het is onwaarschijnlijk dat Japanse beleggers massaal naar het buitenland zullen vluchten. Bovendien kan de vraag naar staatsobligaties op peil blijven als deze veiliger worden geacht dan spaartegoeden.

De regio is de klos

In vergelijking met volwassen markten, zullen de Aziatische opkomende markten naar verwachting veel harder getroffen worden door financiële problemen in Japan. Deze landen kunnen hard worden getroffen door de terugtrekking van Japanse investeerders en een afname van Japanse bankleningen aan de regio. Deze landen worden ook relatief hard getroffen door een yen-depreciatie. Tenslotte is het denkbaar dat andere Aziatische instellingen in de problemen komen via een run op de tegoeden van lokale dochter-ondernemingen van een faillierende Japanse bank of via verliezen op vorderingen daarop. Per saldo staan deze landen er echter veel beter voor dan aan de vooravond van de Azië-crisis (minder schulden, betere financiering, meer buitenlandse reserves en flexibelere wisselkoers-regimes).⁶

Gevolgen voor wereldhandel

Als een financiële crisis in Japan zou leiden tot een diepe recessie, dan zal dit vanwege de geslotenheid van Japan beperkte gevolgen hebben voor de wereldhandel. De som van exporten en importen ten opzichte van het bbp bedraagt in Japan slechts twintig procent. De handelseffecten voor Nederland en Europa lijken beperkt. Zo vormen de Nederlandse exporten naar Japan zo'n 0,8 procent van de totale Nederlandse export. De kleine Aziatische landen zijn gevoeliger voor het handelseffect. In 2001 bedroeg de import uit de Aziatische landen 47 procent van de totale importen, tegenover twintig procent uit de vs en zestien procent uit de eu. Een negatieve vraagschok in Japan en een bijkomende depreciatie van de yen zal relatief sterk doorwerken in deze regio.

Conclusie

Gezien het complexe netwerk van financiële interacties tussen Japanse en andere financiële instellingen is het moeilijk om definitieve conclusies te trekken. Veel zal afhangen van de specifieke situatie. Bijvoorbeeld: welke Japanse instellingen komen in de problemen en wat zijn de banden met financiële sector in het buitenland.

Al met al lijken de gevolgen van een crisis in Japan beheersbaar te zijn, vooral door de verdergaande isolatie van het Japanse financiële systeem. Een crisis zal vooral voelbaar worden in Japan zelf en in de kleine Aziatische landen die voor zowel handel als investeringen in grote mate afhankelijk zijn van Japan.

Dit neemt niet weg dat sommige partijen buiten de Aziatische regio zeker verliezen zullen lijden. Een crisis zal het vertrouwen van internationale beleggers schaden en de onzekerheid vergroten. Dergelijke schokken zullen vermoedelijk geen systeemrisico behelzen, maar de kosten van een crisis (in termen van toegenomen onzekerheid en volatiliteit) kunnen wel degelijk substantieel zijn. Dit geldt zowel voor de zich ontwikkelende als de ontwikkelde markten.

Het is dan ook van groot belang dat de Japanse autoriteiten haast maken met het orde op zaken stellen binnen de financiële sector.

¹ Zie bijvoorbeeld A.S. Posen, Japan 2001 - decisive action or financial panic, Institute for International Economics, www.iie.com, 2002, of B.Y. Hwang en B.D. Schaefer, Addressing the looming financial crisis in Japan, www.heritage.org, 2002.

2 <http://www.boj.or.jp/en/seisaku/02/seisaku.htm>

3 <http://www.msnbc.com/news/820679.asp>

4 OESO, Economic survey, Japan, 2002.

5 Zie ook IMF, Global financial stability report, juni 2002, blz. 16-18.

6 Zie B.V.G. Goderis, [Zuidoost-Azië na de crisis](#), ESB, 14 juni 2002, blz. 476-478.