

## Japan

# Monetaire sanering in Japan

Sinds de zomer van vorig jaar maakt de Japanse economie pas op de plaats. De groei van het bruto nationaal produkt (bnp), die vijf jaar lang meer dan 4% bedroeg, was in het laatste kwartaal van 1991 tot nihil teruggelopen. Opvallend is bovendien dat er geen sprake is van een door het buitenland aangestoken 'verkooldheid': de uitvoercomponent van de groei is na enkele jaren juist weer positief.

Naast winstdalingen, neerwaarts bijgestelde investeringsplannen en een vrij sterk afgenomen industriële produktie (februari t.o.v. één jaar eerder -4,2%) concentreert de zorg om de Japanse economie zich steeds meer rond de zeer gedrukte stemming op de aandelenbeurs van Tokio. Dit hangt samen met de aangetaste positie van het bankwezen, dat nu de prijs betaalt voor een ongebreidelde kredietexpansie in de tweede helft van de jaren tachtig. Het buitenland is met name bevreemd voor een contractie van de internationale kredietverlening en hogere kapitaalmarktrentes wanneer 's werelds grootste crediteur zich terugtrekt. Bij dit alles dient echter niet uit het oog te worden verloren dat de fundamenteel sterke positie van de Japanse economie niet is aangetast. Veeleer is nu sprake van een noodzakelijke, tijdelijke aanpassing van verstoorde verhoudingen.

## Zeepbel

De huidige financiële problemen van het Japanse bankwezen vinden hun oorsprong in de beleidsreacties op de scherpe yenappreciatie die optrad na het Plaza-akkoord van september 1985. Ter afremming en compensatie van het verlies van concurrentiekracht voerden de Japanse autoriteiten een forse verruiming van het monetaire beleid door: het disconto werd in ruim één jaar tijd verlaagd van 5% tot 2,5%, zodat de transformatie van een exporteconomie in een door binnenlandse be-

stedingen geleide economie versnelde<sup>1</sup>.

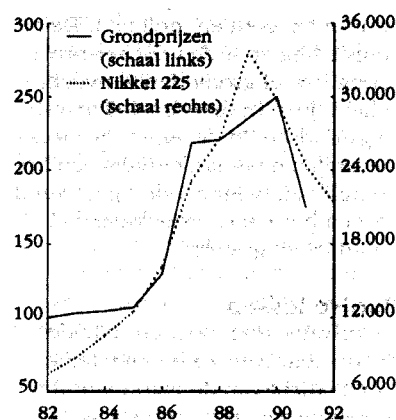
Kromp de industriële produktie in 1986 nog met 0,2%, in 1988 werd alweer een groei bereikt van 9,6%. De expansie van de kredietverlening versnelde en daarmee de monetaire expansie, resulterend in een forse stijging van de liquiditeitsquote. De sterke groei van kapitaal en spaardepotito's<sup>2</sup> en de appreciatie van de yen stelden de grote handelsbanken bovendien in staat zich steeds vaker op de internationale markten te laten zien. Hierbij stond het veroveren van een groter marktaandeel centraal, wat veelal ten koste ging van de winst- en risicomarges.

In eigen land deden een olopone bezettingsgraad en toenemende arbeidsmarktkrapte de vrees voor inflatie, die sinds de yenappreciatie nog geen procent per jaar had bedragen, langzaam maar zeker opleven. Maar een duidelijkere uiting van de excessen van de goedkoop-geldpolitiek vormden de explosieve prijsstijgingen van financiële activa en vastgoed (zie figuur 1).

Pas in 1989 bleek de tijd rijp voor verkrapting van het monetaire beleid. Yasushi Mieno, net aangetreden als centrale-bankpresident, kreeg zelfs publieke steun toen hij de bestrijding van de inflatie in de vermogenssfeer presenteerde als een dringende sociale taak. De enorme prijsstijgingen van vastgoed leidden immers tot een tweedeling van de samenleving in grondbezitters enerzijds en huurders/pachters anderzijds. De geldmarktrente werd in rap tempo verhoogd (zie figuur 2) en de kwantitatieve kredietrestricties werden aangescherpt. Prompt bleek dat de almaar stijgende aandelenkoersen hun top hadden bereikt. De vicieuze cirkels van kredietverlening, aandelen- en vastgoedaankopen, prijsstijgingen en kredietverlening op basis van toegenomen onderpandswaarde werden doorbroken.

Maar ook andere factoren hebben de beursstemming negatief beïnvloed. Denk aan de schandalen bij effectenhuizen en in de politiek, het vervallen van de omvangrijke bedragen aan convertibele obligaties, waarbij het recht op omzetting in aandelen bij het huidige koersniveau niet wordt uitgeoefend, zodat duurdere herfinanciering noodzakelijk is<sup>3</sup> en de verkoop van bij bedrijven aangehouden aandelen ter compensatie van tegenvallende bedrijfsresultaten.

**Figuur 1. Grondprijzen Tokio en Nikkei-index, index 1982 = 100**



Twee-en-een-half jaar na de beleidsomslag is de Nikkei-index terug op het niveau van 1986. Daarmee is de koers-winstverhouding overigens nog altijd ongeveer tweemaal zo hoog als in Europa.

## Positie bankwezen

Bedroeg de groei van het nationale liquiditeitsbegrip M2+CD (certificaten van deposito's) in 1990 nog 12%, in 1991 was de monetaire expansie gemiddeld 3,5%. Niet alleen trad matiging van de kredietvraag op, tegelijkertijd waren de banken steeds minder geneigd aan kredietaanvragen te voldoen. Deels was dit het gevolg van in het algemeen toegenomen debiteurenrisico's ten gevolge van de conjuncturele neergang, maar de belangrijkste oorzaken van deze terughoudendheid hingen samen met de scherpe prijsdaling van financiële activa. Ten eerste dienden voorzieningen te worden getroffen voor wanbetalingen in de vastgoedsector – schattingen van de totale bancaire 'exposure' in vastgoed variëren van 10 tot 40%. Ten tweede werden de kapitaalreserves van de banken aangetast door een drastische afname van de ongerealiseerde koerswinsten op aandelenpakketten in hun bezit ('cross-holdings'), die

1. Zie Maekawa e.a., *The Report of the Advisory Group on Economic Structural Adjustment for International Harmony*, Documents on Japan's Economic Structural Adjustment, Ministry of Foreign Affairs, 1987.

2. Ondanks lage depositorenten was het rendement na belastingen hoog door een spaarrentevrijstelling. Zie A. Mikuni, *Mikuni on Banking*, Mikuni and Co., 1987.

3. De te vervallen warrants vertegenwoordigen een waarde van naar schatting ¥ 4 bln (0,8% bnp) in 1992 en ¥ 10 bln (2% bnp) in 1993.

voor 45% tot het tier-II-capital worden gerekend<sup>4</sup>. De verzwakking van de bancaire vermogensposities werd deels beantwoord met het aantrekken van achtergesteld vreemd vermogen. Bovendien remden de banken de sterke groei van hun uitstaande activa – allereerst in het buitenland – af. Zo verminderde de internationale kredietverlening van Japanse banken – waarvan de grootste vijf ook de grootste vijf ter wereld zijn – in de periode van eind 1989 tot medio 1991 met 5%, waarmee hun aandeel in de internationale markt terugliep van 35 tot 32%.

### Nieuw begin

Sinds het voorjaar van 1991 zag de Bank van Japan om de volgende redenen mogelijkheden voor een geleidelijke versoepeling van het beleid:

- de groei nam af van gemiddeld 1,5% per kwartaal tot nihil in het vierde kwartaal van 1991;
- de inflatie, die in januari 1991 met 4% een piek bereikte, daalde gaandeweg naar 2% ruim een jaar later;
- de geldgroei en kredietexpansie stagneerden; en
- het handelsbalansoverschot nam toe bij een steeds sterker wordende yen (ruilvoetwinst zonder sterke invoervolumegroei).

Een ommekeer in de ontwikkeling van de geldgroei bleef nochtans echter uit. Afgezien van de beschreven aanbodfactoren blijft de kredietexpansie beperkt doordat de conjunctuur vrij zwak is en investeringsplannen, mede door een verwachting van steeds lagere rentetarieven, worden uitgesteld. Van een voelbare 'credit crunch' is dan ook nauwelijks sprake, maar de situatie zou ernstiger kunnen worden wanneer de kredietvraag weer snel stijgt, bij voorbeeld bij een opleving van de binnenlandse vraag.

Nu de monetaire maatregelen naar het oordeel van de regering niet snel genoeg werken en de negatieve kanten van de noodzakelijke aanpassingsfase steeds meer zichtbaar worden, worden ook budgettaire middelen ingezet ter stimulering van de conjunctuur. Zo is besloten tot het vervroegen van overheidsinvesteringen in publieke werken. Bovendien wordt de mogelijkheid van een aanvullende begroting, met hogere uitgaven en een groter tekort van de centrale overheid, bezien. Overigens is het vorderingensaldo van de tota-

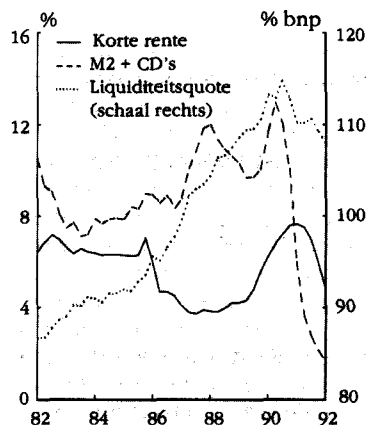
le overheid – inclusief sociale fondsen – positief (1991 2,3% bnp). Maar dit is nodig volgens de Japanse autoriteiten, die terecht rekening houden met een snelle vergrijzing van de bevolking vanaf medio jaren negentig, wil worden voorkomen dat de belasting- en premiedruk al te zeer oploopt. Het is bovendien sterk de vraag of omvangrijke stimulansen wel nodig zijn:

- Japanse recessies zijn over het algemeen minder diep dan elders<sup>5</sup>, door: a) automatische correctie in de loonvorming via het bonusstelsel (winstdeling), wat Japan behoedt voor een loon-prijsspiraal waardoor al vrij snel renteverlagingen kunnen worden doorgevoerd;
- b) onderlinge bescherming van bedrijven ('keiretsu'); c) 'sub-contracting', waarbij inkrimping van productiecapaciteit wordt afgewenteld op de informele sector;
- lagere rentetarieven, lagere grondprijzen en het – na speculatie – vrijkomen van land voor productieve doeleinden maken nieuwe investeringen mogelijk (overigens zijn de investeringen met 25% bnp al anderhalf maal hoger dan in Duitsland en ruim tweemaal hoger dan in de VS);
- de groei van de consumptieve bestedingen kan bij een reële uurloonstijging van nog altijd 3% weer snel op gang komen.

### Conclusies

De verkrapting van het Japanse monetaire beleid was effectief, maar had een behoorlijke 'time lag'. Met name de omvangrijke liquide posities van de bedrijven, opgebouwd bij sterk toegenomen winsten in de tweede helft van de jaren tachtig, waren voor deze vertraagde doorwerking verantwoordelijk. Voor de grote bedrijven verliep de transmissie van de verhoogde financieringslasten naar de geldvraag voor een belangrijk deel via de stand van de aandelenmarkt. Een negatief beurs sentiment leidde eerst tot intering op liquide posities en vervolgens tot reductie van investeringen. De kredietvraag van kleinere bedrijven werd zowel direct beïnvloed door hogere markttrentes als indirect door een hogere opslag op de debettarieven ten gevolge van de verzwakking van de kapitaalbases van de banken. Bovendien beperkten banken, enige tijd op verzoek van de Bank van Japan maar ook ter wille van hun 'ratings', het kredietaanbod. Deze 'ratings' staan nog altijd onder druk vanwege de lage kapi-

Figuur 2. Monetaire ontwikkelingen



taalratio's en de accumulatie van 'bad debt' bij depreciatie van onderpand. De noodzakelijke monetaire sanering bracht risico's met zich mee voor de conjuncturele ontwikkeling. Toen de inflatie verminderde en de groei afnam, werd dan ook geleidelijk weer verruimd. De geldvraag reageerde nog niet onmiddellijk op de lagere rentetarieven: negatieve vermogens-effecten en een tanend producentenvertrouwen overheersten. Een 'slump' in de reële sfeer is echter niet waarschijnlijk. Ondanks loonmatiging is door het afnemen van de inflatie het koopkrachtverlies namelijk zeer gering. Bovendien is nog altijd sprake van een krappe arbeidsmarkt, zodat de drang naar verhoging van de produktiviteit (arbeidsbesparende investeringen) blijft bestaan. Voorts heeft Japan een dynamische bedrijfssector, met een voorsprong op het gebied van innovaties en efficiëntie, en structureel gezonde overheidsfinanciën. Thans wordt daar een stabiele monetaire ontwikkeling, waaraan het lang had ontbroken, aan toegevoegd.

### Raymond Moonen

De auteur is werkzaam bij de afdeling Internationale zaken van De Nederlandse Bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

4. Volgens de solvabiliteitsvereisten die in 1988 tussen centrale banken in het kader van de Bank voor Internationale Betalingen zijn overeengekomen, dienen vanaf 1993 het kernkapitaal (eigen vermogen en gepubliceerde reserves, tier-I) en de stille reserves plus het achtergestelde vreemde vermogen (tier-II) te zamen ten minste 8% van de naar risico gewogen uitzettingen te dekken.

5. R. Moreno, Japan's Recessions, *FED San Francisco Weekly Letter*, number 92-10, 6 maart 1992.