

Structurele veranderingen in het Japanse financiële systeem

L.J.R. Scholtens*

De gedereguleerde Japanse financiële sector is door de crisis in de onroerend goed- en effectenmarkten in zwaar weer terecht gekomen. De Japanse banken herstellen momenteel hun positie door versterking van het risicodragend vermogen en sanering van de leningenportefeuilles. Zij worden geholpen door ondersteunend overheidsbeleid. Op termijn zullen de typisch Japanse comparatieve voordelen als de keiretsu-structuur en de grote mate van overheidsbetrokkenheid er voor zorgen dat de Japanse financiële sector ook weer internationaal volop zal meetellen.

Een goed functionerend financieel systeem is een noodzakelijke voorwaarde voor een efficiënt draaiende economie. Recentelijk lijkt de economische ontwikkeling van Japan mede bedreigd te worden door problemen bij banken. De waarde van hun uitzettingen liep in korte tijd drastisch terug, hetgeen hun functie als doorsluizer van middelen van overschot naar tekorthuishoudingen belemmert. Gecombineerd met een crisis op de effectenbeurs bracht dit een verslechtering van de solvabiliteit teweeg. Op internationale financiële markten verloren Japanse instellingen fors terrein en 'rating'-instituten stelden het oordeel over hun kredietwaardigheid neerwaarts bij. Het Japanse financiële systeem vormt een belangrijke schakel in de internationale financiering. Als zij verzwakt heeft dit onvermijdelijk repercussies voor het internationale financiële systeem, want van meer dan een kwart van de internationale bancaire activa berust het houderschap bij Japanse banken. Zijn de gebeurtenissen een teken dat het afgelopen is met de prominente positie van Japanse banken of vormen ze onderdeel van een herstructurering van het Japanse financiële systeem? Dit artikel schetst de achtergronden van en de antwoorden op de crisis in het Japanse financiële bestel.

Het Japanse financiële systeem

Figuur 1 schetst de structuur van het financiële systeem¹. De Bank of Japan houdt toezicht op financiële instellingen, in nauwe samenwerking met het Ministerie van Financiën. De publieke financiële instellingen beogen het soepel functioneren van de private (financiële) sector, maar vormen ook instrumenten van overheidsbeleid. Voor dit artikel zijn bij de particuliere financiële instellingen vooral de deposito-instellingen van belang. Tot de commerciële banken behoren de (inter)nationaal opererende stadsbanken en de Bank of Tokyo, de in één district actieve regionale banken en de buitenlandse banken. De lange termijn

financieringsmaatschappijen bestaan uit lange termijn kredietbanken en de zogenaamde trustbanken. De overige deposito-instellingen kennen een sterk coöperatief karakter. Voor het midden- en kleinbedrijf zijn er Sogo- en Shinkinbanken en fungeert de Shokochukin Bank als centrale kredietinstelling. Bij de instellingen voor de agrarische sector is de Norinchukin Bank de centrale kredietinstelling.

Lange tijd waren de verschillende instellingen stringent functioneel van elkaar gescheiden en mochten ze zich niet op elkaars terrein begeven. In informele zin bestaan er wel relaties tussen de instellingen omdat het Japanse bedrijfsleven in hoge mate georganiseerd is in keiretsu: een verband waarin bepaalde bedrijven hoofdzakelijk intermediaire relaties met elkaar onderhouden en waarin sprake is van enige onderlinge afstemming van activiteit en strategie.

Deregulering en problemleningen

Tot de jaren tachtig was er sprake van een zeer omvangrijke overheidsbemoeienis met de financiële sector. In het afgelopen decennium liep de aard en de intensiteit hiervan sterk terug. Dit had verstrekkende gevolgen. In 1980 vormden leningen aan de industrie en het midden- en kleinbedrijf elk ongeveer een derde van de bancaire leningen en leningen voor onroerend goed en aan niet-bancaire financieringsmaatschappijen ongeveer een tiende. In 1992 was dat ingrijpend gewijzigd: leningen aan industriële bedrijven waren teruggelopen tot een achtste deel, leningen aan het midden- en kleinbedrijf stegen tot de helft en leningen voor onroerend goed en aan niet-

* De auteur is werkzaam bij de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam. Hij bedankt Aline Schuiling voor haar medewerking.

1. Kozo Kato e.a., *Policy-based finance. The experience of post-war Japan*, World Bank Discussion Papers, nr. 221, Washington D.C., 1994.

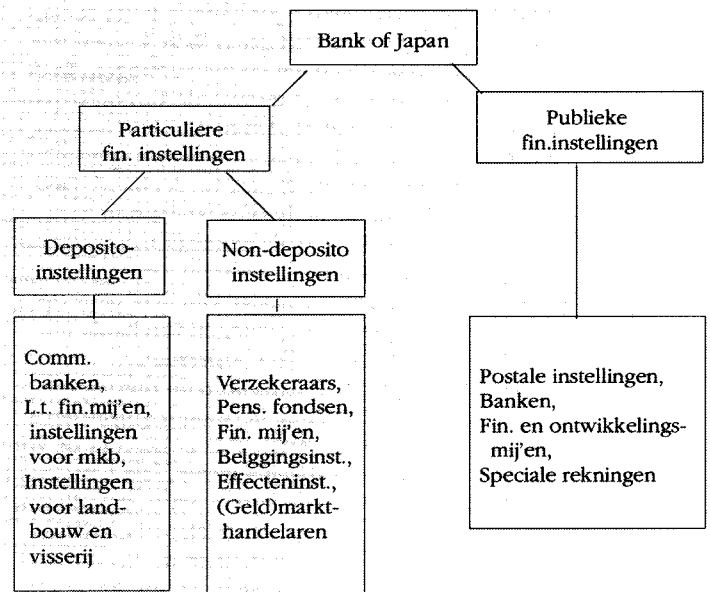
bancaire financieringsmaatschappijen waren toegenomen tot meer dan een kwart van de totale leenportefeuille².

Deze veranderingen vloeiden voort uit deregulering en de daarmee gepaard gaande financiële innovatie. Overheidstekorten leidden tot de ontwikkeling van secundaire markten in schuldpapier van de overheid, die op haar beurt leidden tot druk op het afschaffen van de renteplafonds. Liberalisatie van rentetarieven betekende ook een verbeterde toegang tot bankkrediet voor huishoudens en het midden- en kleinbedrijf. De financiering van dergelijke geldvragers is in het algemeen riskanter dan die van grote bedrijven. Toch verleenden de banken hen gewillig krediet. Japanse ondernemingen verzorgen hoofdzakelijk hun externe financiering via het bankwezen. Niet alleen hun lange-termijnleningen, maar ook hun obligaties en aandelen betreffen vorderingen van de banken³.

De toetreding van buitenlandse financiële intermediairs werd gedurende de jaren tachtig vereenvoudigd. Grote bedrijven kregen gemakkelijker toegang tot (inter)nationale financiële markten. De uitstroom van kapitaal was aanzienlijk groter dan het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. In het voorjaar van 1993 werd de sterke segmentatie van de financiële sector formeel opgeheven. Dit alles bevorderde de financiële ontwikkeling. Ter illustratie: de financiële activa in Japan waren in 1970 1,6 maal zo groot als het bruto nationaal produkt, tien jaar later was dit verhoudingsgetal gestegen tot 2,4 en in 1991 bedroeg het 3,7⁴. Een zeer groot deel van de extra middelen werd belegd op de aandelenbeurs en in onroerend goed. Deels uit hoofde van de verwachting voordeel te kunnen behalen uit de koersontwikkeling op deze markten, deels omdat dergelijke beleggingen als onderpand kunnen dienen⁵.

Maar deregulering had ook een schaduwzijde voor de financiële sector. Door onbekendheid met de nieuwe activiteiten werd niet altijd een adequate prijsstelling en waardering gebezigd en werden financiële risico's nogal eens onderschat. Door de liberalisering liep de netto rentemarge terug (verschil tussen rentebaten en rentekosten van de banken; in figuur 2 weergegeven in procenten van het balanstotaal). Saneringsprogramma's van de banken konden hier onvoldoende tegenwicht aan bieden zodat het bruto resultaat (winst voor belastingen en voorzieningen) geleidelijk verminderde. De veranderende samenstelling van de portefeuille (hogere risicograad) impliceerde ook een toeneming van de te treffen voorzieningen: van 1,2% van het bruto resultaat in 1985 naar 5,7% in 1991. In figuur 2 blijkt dat de netto winst sterk daalde na 1988.

De expansie van onroerend-goedprijzen en beurskoersen hield aan het einde van de jaren tachtig abrupt op en de zeepbel barstte (zie noot 4 en 5). Een zeer forse daling van de onroerend-goedprijzen (circa 30%) en halvering van de aandelenkoersen en een economische recessie veroorzaakten grote problemen voor de banken. Met name het aandeel slechte leningen steeg: naar schatting van de banken zelf blijft bij ruim 4% van de leningen (yen 13 biljoen (1012)) de debiteur reeds minstens zes maanden in



gebreke wat betreft rente- en/of aflossingsverplichtingen. Het IMF becijfert het aandeel van probleemleningen op 6 à 7% van de bancaire activa (yen 25-30 biljoen; zie noot 5). Dit komt omdat men ook rekening houdt met niet-gegarandeerde leningen en met geherstructureerde leningen. Overigens zijn de laatste niet evenredig verdeeld over de verschillende soorten financiële instellingen. Met name de trustbanken behoren een fors deel van de probleemleningen.

Gezien het feit dat de winsten het afgelopen decennium tussen de yen 1,5 en 3,3 biljoen schommelden en de verborgen reserves momenteel zo'n yen 17 biljoen bedragen lijken de problemen voor de financiële sector als geheel hanteerbaar. Maar zonder aanvullende maatregelen dreigt een groot aantal instellingen het loodje te leggen, want de probleemleningen betekenen een forse aantasting van de solvabiliteit. Binnen de financiële sector bestaat een zeer grote verwevenheid: er zijn veel al dan niet kruislingse aandelenparticipaties en de onderlinge vreemdvermogenverschaffing is aanzienlijk (zie noot 1). Dat heeft tot gevolg dat het systeemrisico aanzienlijk is: als één instelling in problemen komt en failliet dan zal de schok zich snel kunnen voortplanten in het Japanse financiële systeem en daarmee in het internationale financiële systeem (domino-effect).

Figuur 1.
Overzicht van
Japanse financiële instellingen

2. Bank of Japan, *Monthly economic statistics*, november 1992.

3. Sun Bae Kim, The use of equity positions by banks: the Japanese evidence, *Economic Review FRB San Francisco*, herfst 1991, blz. 41-55.

4. OESO, *Economic Surveys, Japan*, november 1993, blz. 145; L.A.M. Moers, Welke lessen trekt Japan uit de 'bubble?', *Bank- en Effectenbedrijf*, jg. 43, nr. 6, blz. 26-29.

5. S.M. Fries, *Japanese banks and the asset price "bubble"*, IMF Working Paper 93/85, Washington DC, 1993, blz. 17-21.

Solvabiliteit

De problemen op de financiële markten en bij het bedrijfsleven betekenen voor banken in de eerste plaats forse debiteurenverliezen. Deze komen ten laste van de voorzieningen en het vermogen. In de tweede plaats vermindert de waarde van onderpand van een groot deel van de leningen, hetgeen noopt tot additionele voorzieningen. De winstcapaciteit van het bankwezen is evenwel juist verslechterd. De probleemdebiteuren zijn hoofdzakelijk non-bancaire financiële instellingen, zoals financierings- en leasemaatschappijen en gespecialiseerde woningfinancieringsmaatschappijen. De laatste zijn overigens op hun beurt vaak dochterinstellingen van banken, effectenbedrijven en kredietcoöperaties.

De daling van aandelenprijzen en onroerend goed impliceert ook dat de herwaarderingsreserve van de banken, grotendeels aangehouden in de vorm van ongerealiseerde kapitaalwinsten, fors terugloopt. Daarmee verslechteren de vermogensverhoudingen van de banken aanzienlijk. Door afspraken tussen monetaire en financiële autoriteiten in BIS-verband moeten banken eigen vermogen aanhouden tegenover hun risicodragende uitzettingen. Een deel van dat eigen vermogen moet bestaan uit aandelenkapitaal en vrije reserves uit ingehouden winst, het zg. tier 1 capital. Dit vormt het kernkapitaal. Een ander deel mag bestaan uit andere reserves, waaronder herwaarderingsreserves, algemene voorzieningen en hybride financieringsinstrumenten en achtergestelde leningen, het zg. tier 2 capital. Deze vermogenscomponent heeft een veel geringere buffercapaciteit dan het kernkapitaal. De verslechterende winst maakt het aantrekken van aandelenkapitaal problematisch, terwijl het ook een snelle groei van de reserves belemmert.

De problemen aan actief- en passiefzijde van de balans versterken elkaar. De debiteurenverliezen gaan ten laste van de voorzieningen waardoor de solvabiliteit verslechtert. Dit bemoeilijkt het verwerven van nieuw eigen vermogen. Het Japanse financiële systeem verkeert in een houdgreep van zeer matige solvabiliteitsverhoudingen. Tabel 1 bevat een lijstje met het eigen vermogen (tier 1 en 2) in procenten van de risicodragende activa van de belangrijkste banken. Eerst lijkt de solvabiliteit te verslechteren om later fors te verbeteren. Maar deze ratio (van de BIS) is geen al te beste maatstaf voor de kwaliteit van een bank. Financiële autoriteiten kunnen in zekere mate zelf bepalen wat zij tot tier 2 vermogen rekenen. Met name in Japan lijkt hier niet helemaal eigenlijk gebruik van gemaakt te worden. Tussen 1991 en 1993

is het tier 2 vermogen (met name achtergestelde leningen) verdubbeld en is circa 5% van de hoogrisikante leningen geherstructureerd (zie noot 5). Dit heeft geleid tot een verbetering van de BIS-ratio's, maar de last van de problemleningen is niet wezenlijk verminderd. Zo laten de kredietwaardigheidsoordelen van ratinginstituten als Moody's, Standard and Poor en IBCA géén verbetering zien van de kwaliteit van Japanse financiële instellingen. Figuur 2 bevestigt de problemen van de Japanse banken met betrekking tot hun winstgevend vermogen.

Maatregelen

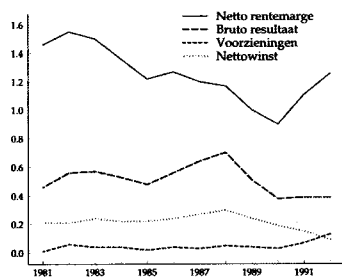
Gezien het complexe karakter van het Japanse financiële systeem is een algemene aanpak van de problemen geboden. Zo niet, dan lijkt het systeemrisico onbeheersbaar te worden. Om uit de houdgreep van de solvabiliteitsproblematiek te geraken kunnen diverse strategieën worden gekozen. Op verschillende niveaus (individuele instellingen, financiële sector, overheid) worden maatregelen genomen om de winstgevendheid van het bankwezen te verbeteren en de risico's voor de financiële sector terug te dringen.

Als reactie op de stijgende risicograad van de uitzettingen en de vermindering van het eigen vermogen hebben de verschillende banken allereerst extra tier 2 vermogen aangetrokken (met name achtergestelde leningen) en hebben ze de groei van de risicodragende activa beperkt. Hierdoor nam de BIS-ratio toe (zie tabel 1). Het versterken van tier 1 vermogen lukt vooralsnog niet door de ongunstige situatie op de Japanse aandelenbeurzen en door de slechte winstgevendheid. Door terughoudend te zijn met kredietverlening, nauwkeuriger te monitoren en een efficiëntere prijsstelling van de leningen kunnen banken hun rentemarge verbeteren. Verder kunnen de instellingen profiteren van de desegmentering van het financiële systeem, waardoor ze op voorheen verboden terreinen activiteiten kunnen ondernemen en daarmee hun inkomstenbasis kunnen verbreden. Deze expansie vergt echter veel tijd.

Een aantal financiële instellingen (121 banken, 32 verzekeringsmaatschappijen en Norinchukin) heeft een instituut opgericht, de CCPC (Cooperative Credit Purchasing Company), dat de leenportefeuilles moet saneren. De CCPC koopt van de leden en hun non-bancaire dochterinstellingen problemleningen met onroerend goed als onderpand. Begin oktober jl. had de CCPC reeds 15 procent van de problemleningen overgenomen. De leden van de CCPC voorzien haar van financieringsmiddelen voor de verwerving van de leningen. Zij mogen de verleende kortingen als verliezen aanmerken. Via de CCPC kunnen de instellingen veel sneller hun problemleningen afschrijven dan op de traditionele manier. Een gevolg is wél dat de winsten van de instellingen op korte termijn lager zijn dan zonder deze constructie.

De overheid ondersteunt de financiële sector op verschillende manieren. In directe zin worden maatregelen genomen die de instellingen helpen bij het beheersen van hun problemen. In indirecte zin is het algemene beleid gericht op herstel van de verdienca-

Figuur 2.
Netto rentemarge, voorzieningen en winst, 1981-'92, % van gem. balans-totaal



paciteit van de instellingen. Tot de directe maatregelen behoort onder andere dat banken in hun rapportage geen melding hoeven te maken van verliezen op effecten doordat de marktwaarde onder de boekwaarde is komen te liggen. Ook zijn beperkingen opgeheven ten aanzien van de pay-out ratio (dividenduitkering ten opzichte van netto winst). Verder is de fiscale behandeling van voorzieningen voor debiteuren versoepeld. Tot slot wordt de deregulering versneld met als belangrijkste doelstellingen het bevorderen van de concurrentie tussen de instellingen en het verbeteren van de werking van kredietmarkten.

De autoriteiten ondersteunen de noodzakelijke herstructurering daarnaast met maatregelen die gericht zijn op het stabiliseren van de aandelen- en onroerend-goedprijzen en op het stimuleren van de economische activiteit. Zo is een apart onderdeel van de overheidsuitgaven volgens de begroting bestemd voor het aankopen van land (0,3% van het bbp) en zullen postale instellingen (spaar- en levensverzekeringsbedrijf) en publieke pensioenfondsen extra beleggen in aandelen (ten bedrage van 0,2% van het bbp). Tevens worden de bestaande beperkingen voor deze instellingen om in aandelen te beleggen weggenomen. Via de postale spaarbank haalt de overheid veel gelden binnen die, onder andere via het FILP-programma, gebruikt kunnen worden voor vraagstimulerende activiteiten⁶.

Of deze maatregelen voldoende zijn om de onroerend goed en aandelenprijzen weer op te drijven is niet duidelijk. Wel heeft het monetaire beleid van de Bank of Japan geleid tot een verbetering van de netto rentemarge van het bankwezen (zie figuur 2) doordat de officiële korte rentetarieven sterk zijn gedaald, hetgeen een steiler verloop van de termijnstructuur tot gevolg heeft. De effecten van de algemene maatregelen voor de financiële instellingen worden echter deels opgeheven door andere elementen van het macro-economische stimuleringsbeleid. Zo biedt de overheid via haar financieringsmaatschappijen ook relatief goedkope leningen aan voor de huizenmarkt en het midden- en kleinbedrijf, terwijl de postale gelddiensten een relatief hoge rente op deposito's en spaargeld vergoeden.

Beoordeling

Een financieringsstructuur waarbij een prominente rol voor bankfinanciering is weggelegd blijkt procyclisch te werken in het hedendaagse Japan. In de recessie zijn de banken extra terughoudend in hun kredietverlening hetgeen handelsfinanciering, uitbreidings- en vervangingsinvesteringen kostbaarder maken. Daarmee versterkt de kredietrantsoenering van het bankwezen de macro-economische fluctuaties⁷. De daling van beurskoersen en onroerend-goedprijzen tast hun herwaarderingsreserve aan. Mèt het teruglopen van de waarde van leningen en onderpand heeft dit een negatieve weerslag op de solvabiliteit. Dit bemoeilijkt het aantrekken van nieuw risicodragend vermogen, terwijl de macro-economische situatie schreeuwt om het van de grond krijgen van nieuwe activiteiten waarbij de bancaire financiering een belangrijke voorwaardenscheppende rol vervult.

Tabel 1. Eigen vermogen van de naar risicograad gewogen activa, BIS-ratio, maandultimo, in procenten

	sept. 1991	maart 1992	maart 1993	sept. 1993
Dai-ichi Kangyo	8,4	8,0	9,4	9,8
Sakura	7,6	8,0	9,0	9,1
Sumitomo	8,9	8,5	9,4	8,9
Fuji	8,7	8,0	9,3	9,8
Mitsubishi	8,7	8,8	9,1	9,8
Sanwa	8,5	8,1	9,4	10,2
Bank of Tokyo	8,5	8,0	9,6	10,4
Tokai	8,3	8,1	9,0	9,3
Asahi	8,9	8,2	9,2	9,9
Daiwa Bank	9,0	8,5	9,4	9,3
Hokkaido Takushoku	8,8	8,6	9,1	9,2
totaal stadsbanken	8,6	8,1	9,3	9,6
Industrial Bank of Japan	8,4	8,3	9,0	9,3
Long Term Credit Bank	8,6	8,3	9,1	9,3
Nippon Credit Bank	8,0	8,3	9,0	9,1
totaal lange termijn kredietbanken	8,3	8,4	9,0	9,2
Mitsubishi Trust		8,4	9,8	11,0
Sumitomo Trust		8,8	9,8	11,0
Mitsui Trust		9,1	10,2	10,7
Yasuda Trust		8,4	10,3	11,1
Toyo Trust		8,6	9,8	10,6
Chuo Trust		8,1	10,0	10,8
Nippon Trust		10,4	10,3	11,5
Totaal trustbanken		8,8	10,0	10,9

Bron: IBCA.

De wijze waarop de solvabiliteitsproblemen van de banken momenteel opgelost worden betekent dat op korte termijn weinig impulsen vanuit deze sector voor de economische ontwikkeling verwacht mogen worden. Op de middellange termijn lijkt de sanering van de leenportefeuilles via de CCPC wel een gezond banksysteem op te kunnen leveren, mits de prijsstelling van de er aan overgedragen leningen op een juiste basis geschiedt. Mocht de onroerend-goedmarkt niet herstellen dan worden de aandeelhouders van de CCPC (w.o. de banken!) op lange termijn alsnog met de problemen opgezadeld. Op de korte termijn blijft evenwel de slechte leningenportefeuille een blok aan het been van de banken.

6. M. Goldstein en D. Folkerts-Landau (red.), *International capital markets. Systemic issues in international finance*, IMF, Washington DC, 1993; IMF, *World Economic Outlook*, Washington D.C., mei 1994, blz. 16-17; FILP = Fiscal Investment and Loan Program (Zaisei Toyushi). Het grootste deel van de deposito's van de Postspaarbank wordt via dit programma naar een rekening van het Ministerie van Financiën gesluisd. Daarmee worden speciale rekeningen en overheidsinstellingen gevoed voor investeringen en kredietgaranties. Het programma blijft buiten de normale overheidsbegroting (zie ook noot 1).

7. Voor nadere uitwerking: B.S. Bernanke en M. Gertler, Agency costs, net worth, and business fluctuations, *American Economic Review*, 1989, blz. 14-31.

De maatregelen van de overheid zijn ambigu. Enerzijds ondersteunt de overheid het herstel van de solvabiliteitspositie van het bankwezen met talloze directe en indirecte maatregelen. Anderzijds concurreert de politiek bij de financiële instellingen die onder directe controle staan van de overheid juist met de private instellingen. Daarmee wordt de winstgenererende capaciteit beperkt. Door zich evenwel concurrerend op te stellen, maakt de overheid financiering van talloze activiteiten relatief goedkoper. De aanpak van de overheid heeft tot gevolg dat per saldo ruimte gecreëerd wordt voor niet-bancaire financiële instellingen op traditioneel bancaire markten.

De solvabiliteitsproblemen kunnen in belangrijke mate gezien worden als een onbedoeld neveneffect van de financiële deregulering. De aanpak ervan kan het Japanse financiële systeem evenwel in een nieuwe ontwikkelingsfase doen belanden. Tot de jaren zeventig was dit systeem sterk gericht op de bancaire financiering van bedrijven. Daarna internationaliseerde de kredietverlening door expansie van het bedrijfsleven⁸. De huidige crisis kan het belang van externe financiering, met name direct, voor het bedrijfsleven versterken.

De overheid is er alles aan gelegen om een goed functionerend systeem te handhaven en om een prominente plaats van Japanse instellingen op wereldmarkten mogelijk te maken. Bedrijven hebben behoefte aan steeds meer financiële diensten. Maar het hoeven niet per se banken te zijn die in deze behoefte voorzien. De desegmentering leidt ertoe dat de effectdienstverlening (bemiddeling, emissie, handel)

een veel grotere rol kan spelen voor zowel het bankwezen als voor de talloze andere (private én publieke) financiële instellingen. Inkomsten uit het kredietbedrijf worden dan minder van belang en de banken krijgen concurrentie van andere financiële instellingen. Door de grote overheidsinvloed en door de keiretsu-structuur hoeft dit niet in een dodelijke concurrentie te ontaarden, maar kan het een aanzet zijn voor een hernieuwde expansie, nu ook door andere financiële instellingen. Net als in eerdere fasen vindt de ontwikkeling eerst binnenslands plaats. Als er voldoende ervaring mee is opgedaan kan internationalisering plaatsvinden, het eerst bij de buitenlandse vestigingen van andere onderdelen van de keiretsu. De problemen op de aandelen- en onroerend-goedmarkten, de economische recessie en de desegmentering van het financiële systeem kunnen daarmee op de lange termijn leiden tot een meer vooraanstaande positie van Japanse niet-bancaire financiële instellingen in de internationale financiële dienstverlening. Hun comparatieve voordeel is gelegen in de betrokkenheid van de overheid, de structuur van het bedrijfsleven en hun masse de manoeuvre.

Bert Scholtens

8. T. Ozawa en S. Hine, A strategic shift from international to multinational banking: a 'macro-developmental' paradigm of Japanese banks qua multinationals, *BNL Quarterly Review*, september 1993, blz. 251-274; voor de financiële betekenis van Japan: L.J.R. Scholtens, *Het geld en de stad*. Amsterdam, 1993, blz. 19-38.