

## Tale of an earthquake

Twee maal voorpaginanieuws, twee verschillende reacties van de aandelenmarkt en twee bedreigingen voor de overheidsbegroting. Zo zijn de gebeurtenissen in Japan in de afgelopen weken voor de financiële markten te karakteriseren.

In de eerste plaats zorgde de verwoestende aardbeving op 17 januari in Kobe voor een koersdaling op de Japanse aandelenbeurs van 5,6% op maandag 23 januari. Beleggers waren bang dat door de aardbeving het economisch herstel in Japan opnieuw op de lange baan zou worden geschoven. Met name de trage bureaucratische reactie van de overheid stelde teleur. Voorts vreesde men voor een terugtrekking uit het buitenland van Japans beleggingskapitaal om de wederopbouw te financieren. In de dagen daarna wist de aandelenbeurs zich grotendeels weer te herstellen.

In de tweede plaats schreef de Japanse bank Sumitomo geschiedenis door in één klap een kwart van de portefeuille aan probleemleningen weg te werken en voor het eerst in haar bestaan een verlies te boeken. Voor beleggers was deze gebeurtenis misschien nog wel belangrijker dan de aardbeving. Sumitomo lijkt daarmee de eerste grote Japanse bank te zijn die de erfenis van de luchtbeconomie van zich wil afschudden. Als gevolg van de aankondiging van Sumitomo stegen vooral de bankaandelen fors. Niettemin roept de afschrijving ook veel vragen op. Sommige waarnemers vrezen nog steeds voor

de stabiliteit van het financiële systeem in Japan. In december 1994 moest de Bank of Japan nog 40 miljard yen in twee kleinere Japanse banken pompen om deze voor de ondergang te behoeden. Het was voor het eerst sinds de tweede wereldoorlog dat de Bank of Japan tot een dergelijke reddingsoperatie overging.

### Gevolgen voor groei

In de afgelopen weken maakten beleggers zich zorgen over de negatieve gevolgen van de aardbeving. En niet helemaal onterecht. Hyogo, de regio rond Kobe, is goed voor ongeveer 10% van de productie van de Japanse economie. Met het in Japan sterk doorgevoerde 'just in time'-voorraadbeheer heeft het uitvallen van productieinstallaties in Hyogo bovendien tot gevolg dat fabrieken elders in Japan moeten worden stilgelegd. Daarnaast wordt ervan uitgegaan dat de haven van Kobe, de grootste haven van Japan, tenminste een jaar niet of nauwelijks gebruikt kan worden. Toch moeten de negatieve gevolgen van de aardbeving voor de economische groei niet worden overschat. In de tweede helft van 1995 zullen de positieve effecten van de herstelwerkzaamheden de overhand krijgen. Bovendien wordt erop gerekend dat ook elders in Japan de aardbeving tot versteviging en vernieuwing van wegen en gebouwen zal leiden. Wegen en gebouwen waarvan men dacht dat de constructie aardbevingbestendig was, zijn in Kobe toch ernstig beschadigd. Het Japanse effectenhuis Nomura schat dat de groei van de Japanse economie het lopende begrotingsjaar (dat loopt van 1 april 1994 tot 31 maart 1995) zal uitkomen op 0,8%, 0,3% lager dan ze voor de ramp raamde. Voor het volgende begrotingsjaar zal de groei onder invloed van de herstelwerkzaamheden uitkomen op zo'n 1,5% tot 2%, tegen een eerder geraamde 1,2%. De

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

aardbeving heeft voorts tot gevolg dat de meeste economen er vanuit gaan dat de eerste discontoverhoging pas tegen het einde van het jaar zal plaatsvinden.

### Gevolgen voor de overheidsbegroting

Minder zeker zijn analisten over de gevolgen van de ramp in Kobe voor de Japanse overheidsbegroting. Velen vrezen dat het overheidstekort verder zal oplopen, met een verdere stijging van de kapitaalmarktrente tot gevolg. Wisten centrale en lokale overheden te zamen in 1991 nog een overschot te realiseren van 0,1% van het bbp, voor de ramp zich voordeed was voor de centrale en lokale overheden te zamen al een tekort begroot van 5,6% van het bbp in het begrotingsjaar 1995. Weliswaar staan tegenover deze tekorten bij de centrale en de lokale overheden grote overschotten bij de sociale fondsen (in 1995 naar schatting 3,9% van het bbp). Maar die overschotten moeten dienen ter financiering van toekomstige pensioenverplichtingen. Bovendien verwachten economen in de nabije toekomst grote tekorten als gevolg van de sterk vergrijzende bevolking. Daarnaast is ongeveer de helft van de bezittingen van de sociale fondsen uitgezet in het Fiscal Investment and Loan Program (FILP), waarmee de overheid buiten de normale begroting om lokale overheden steunt, staatsondernemingen financiert en zachte leningen verstrekt voor infrastructuur, voor woningbouw en aan het bedrijfsleven. Deze FILP kan dan ook worden beschouwd als een schaduwbegroting. De jaarlijkse uitgaven van het FILP bedragen circa 9,8% van het bbp.

Volgens de laatste ramingen wordt de schade van de ramp nu geschat op ongeveer ¥ 10.000 mrd, dat is \$ 100 mrd, ofwel 2,1% van het bbp. Wat er tot nu toe aan plannen naar buiten is gekomen over hoe de hulp aan het rampgebied gefinancierd zal worden, belooft weinig goeds. De

Tabel 1. Overheidssaldo in Japan 1989-1995 (% bbp)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Centrale overheid	-1,2	-0,3	-0,2	-2,2	-2,6	-3,3	-3,2
Lokale overheden	0,6	0,3	0,3	-1,1	-1,4	-2,3	-2,4
Sociale fondsen	3,3	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
Totaal	2,7	3,5	3,5	0,6	-0,7	-2,0	-1,8

Bron: OESO, september 1994.

plannen variëren van het uitgeven van reconstructieobligaties ('construction bonds'), het niet door laten gaan van de vorig jaar afgesproken belastingverlaging tot het vervroegd invoeren van de verhoging van de indirecte belastingen die voor 1997 stond gepland. Vrijdag 24 februari zal de Japanse regering uitleggen hoeveel van de schade de overheid voor haar rekening wil nemen en op welke wijze zij dat wil financieren. Naast vervanging van de beschadigde infrastructuur zal de Japanse overheid ook hulp moeten verstrekken aan de getroffen bevolking. Slechts 3% van de bevolking in Kobe bleek verzekerd voor de schade door de aardbeving.

### Trage bureaucratische reactie

Daarnaast heeft de trage bureaucratische reactie van de overheid op de aardbeving in Tokio opnieuw twijfels opgeroepen over de daadkracht van de Japanse regering. De waardering voor de huidige regering onder leiding van Murayama is na de aardbeving met 5 procentpunt gedaald tot 36,8%. Misschien zouden beleggers zich ook niet zo zeer zorgen moeten maken over het oplopen van het overheidstekort als gevolg van de wederopbouw van de getroffen regio, maar over de vraag wat er gebeurt als de overheid opnieuw te weinig doet om de schade te herstellen. Ook al maakte de Japanse economie begin 1994 al haar dieptepunt door, het heeft lang geduurd voordat beurs en economie zich echt konden herstellen. Daarvoor kan als belangrijkste reden worden aangevoerd dat er weinig vertrouwen was in het vermogen van de overheid de economie met behulp van de vier aangekondigde stimuleringspakketten uit het dal te trekken. Bij ieder stimuleringspakket was er vooraf veel verzet van het Ministerie van Financiën. Maar weinigen geloofden dat de economie zich vorig jaar werkelijk herstelde. Als gevolg daarvan waren binnenlandse beleggers in 1994 per saldo verkoper op de aandelenmarkt. Voor ¥ 3,3 bln aan aandelen werd door binnenlandse bedrijven en gezinnen verkocht, aldus cijfers van Yamaichi Research. Dit tot groot verdriet van de buitenlandse beleggers die in 1994 per saldo voor ¥ 3,6 bln aan aandelen kochten, driekwart daarvan vond plaats in het eerste kwartaal. Als de overheid nu weer niet thuis zou geven, dan is dat, ook

al vallen de gevolgen van de ramp in Kobe in economisch opzicht wellicht mee, voor de financiële markten geen goed perspectief.

### Sumitomo

Een ander risico voor de financiële markten in Japan is gelegen in de nog steeds precaire situatie in het Japanse bankwezen. Het Japanse bankwezen verkeert al enige jaren in een financiële crisis. Oorzaak hiervan is dat het Japanse bankwezen nog steeds een enorm bedrag aan leningen heeft uitstaan, waarvan het de vraag is of ze ooit zullen worden afgelost. In de jaren tachtig is dit geld door de banken uitgeleend voor de aankoop van aandelen en onroerend goed. Sinds eind 1989 zijn de grondprijzen in de grote steden met 45% gedaald en de aandelenkoersen met bijna 60%. Schattingen over de omvang van deze problemleningen lopen uiteen, maar volgens de officiële cijfers gaat het hierbij om zo'n 12,4 biljoen yen aan leningen (zie tabel 2).

Er bestaan op dit moment eigenlijk twee lezingen over eerst de reddingsoperatie die de Bank of Japan eind vorig jaar uitvoerde om twee kleinere banken (Anzen Credit en Tokyo Kyowa) te redden en vervolgens de enorme voorziening van ¥ 800 mrd die de Sumitomo bank eind januari trof. De eerste lezing is dat het bij de reddingsoperatie die eind vorig jaar voor de twee genoemde banken werd uitgevoerd slechts om het topje van de ijsberg gaat en dat de komende maanden nog meer faillissementen mogelijk zijn met alle negatieve gevolgen voor de overheidsfinanciën van dien. Volgens de tweede lezing moet aan zowel de redding van de beide kleinere banken als de voorziening van de Sumitomo bank een positieve uitleg worden gegeven. Na Sumitomo zouden nu ook andere banken kunnen volgen met de herstructurering van hun dubieuze debiteuren en zou het probleem van de 'non performing loans', dat al een aantal jaren als een zwaard van Damocles boven de Japanse aandelenmarkt hangt, wellicht eindelijk kunnen worden opgelost. Zij benadrukken ook dat de gebeurtenissen in de afgelopen weken alleen maar hebben kunnen plaatsvinden door een wijziging in het beleid van de Japanse centrale bank en het ministerie van Financiën. Wij zijn geneigd aan deze laatste lezing voorals-

**Tabel 2. Problemleningen in het Japanse bankwezen, in biljoen yen**

Problemleningen	12,4
Waarvan	
• aan failliete ondernemingen	2,1
• betalingsachterstand meer dan 6 mnd	10,3
Getroffen voorzieningen	2,0
Totale leningportefeuille	357,2
Operationele winst bankwezen	3,1

Bron: OESO, september 1994.

nog de meeste waarschijnlijkheid toe te kennen, al blijft een en ander natuurlijk een fragiel geheel. Als het Ministerie van Financiën en de centrale bank met de afschrijving van Sumitomo een proefballonnetje hebben losgelaten en wellicht een of twee andere banken ook toestemming krijgen hun problemleningen af te schrijven, is daar weinig tegen in te brengen. Analisten gaan ervan uit dat mogelijk Fuji bank en Sanwa bank dit of volgend jaar het voorbeeld van Sumitomo Bank zullen volgen. Maar het is de vraag of financiële markten blijvend gunstig zullen reageren als alle banken nu tegelijkertijd hun leningen zouden gaan afschrijven, gesteld dat ze daarvoor het geld al zouden hebben.

### Conclusie

Al met al kan geconcludeerd worden dat als gevolg van het reeds opgelopen overheidstekort de ruimte voor de overheid om al te ruimhartig te werk te gaan bij het herstellen van de schade na de aardbeving bij Kobe beperkt is. Gevreesd moet worden dat de Japanse overheid opnieuw te weinig doet. Daarnaast worstelt het Japanse bankwezen nog steeds met een grote portefeuille aan problemleningen. De forse afschrijving van Sumitomo bank lijkt weliswaar de oplossing van de problemen in het bankwezen dichterbij te hebben gebracht, maar desalniettemin zal het nog lang duren voor de banken definitief verlost zijn van de erfenis van de zeepbeconomie.

**Marcel Blom  
Leendert Meijaard**