

## Internationaal

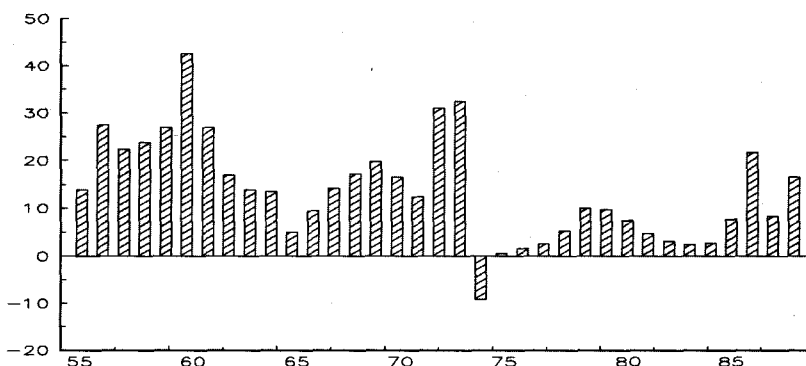
# Japanse problemen en mondiale gevolgen

Terwijl zich in een aantal industrielanden een recessie aftekent, vertraagt ook in Japan de economische groei. Daarbij neemt de zorg om de economische vooruitzichten voor Japan toe. Het besef dat het financiële systeem in Japan gekenmerkt wordt door latente instabiliteit roept de vraag op of zich schoksgewijze ontwikkelingen zouden kunnen voordoen met ernstige gevolgen voor de rest van de wereld<sup>1</sup>.

### Financiële explosie

Tussen 1986 en 1989 zijn in Tokio de prijzen van grond met circa 140% gestegen; voor Japan als geheel was de stijging 65%. Al vroeg in 1990 gaf de Japanse centrale bank nadrukkelijk te kennen dat de onroerend-goedprijzen naar haar inzicht te ver doorgeschoten waren. De prijsexplosie vormt een gevaar, omdat zij heeft geleid tot inflatoire tendensen en labiele financiële verhoudingen. De prijsstijgingen van onroerend goed voedden namelijk bedrijfsresultaten en vermogens. Op basis daarvan vond verdere kredietverlening plaats, terwijl de aandelenkoersen in de jaren voorafgaand aan 1990 in samenhang met de prijzen voor onroerend goed zijn gestegen tot een niveau waarvan men zich kon afvragen in hoeverre dat nog gerechtvaardigd kon worden door de onderliggende verhoudingen. De centrale bank streeft er daarom naar een beperkte en gecontroleerde daling van de onroerend-goedprijzen te realiseren. Aangezien onroerend goed voor circa 80% gefinancierd is met bankkrediet, acht de centrale bank een prijsdaling van meer dan 20% uit den boze. Een scherpere prijsval zou immers kunnen leiden tot een bankcrisis, die in karakter vergelijkbaar zou zijn met de problemen van de spaarbanken in de Verenigde Staten, maar die qua gevolgen veel ernstiger zou kunnen

Figuur 1. Mutaties van grondprijzen in Japan, 1955-1989 (procentuele veranderingen t.o.v. voorafgaand jaar)



zijn. Een Japanse bankcrisis zou zich snel naar andere sectoren van de economie kunnen verspreiden. Een diepe recessie zou het gevolg zijn. Al in de loop van 1989 was het monetaire beleid voorzichtig restrictief geworden, waarna in maart 1990 een verdere, duidelijke verkrapping werd doorgevoerd. Bovendien werd toen aan de banken gevraagd de kredietverlening op basis van en ter financiering van onroerend goed te beperken. Een en ander gaf aanleiding tot schrikreacties en een forse neerwaartse correctie op de aandelen- en obligatiebeurzen, maar (nog) niet tot een significante neerwaartse prijsbeweging bij onroerend goed<sup>2</sup>. Overigens zijn absolute prijsdalingen in Japan sinds de oorlog slechts zeer incidenteel voorgekomen (zie figuur 1).

### Gevolgen

De ontwikkelingen op de beurzen hebben dempende effecten op de Japanse conjunctuur. De expansie van bedrijven – hetzij gefinancierd met eigen vermogen, hetzij gefinancierd met vreemd vermogen – is immers duurder en daarmee minder aantrekkelijk geworden. Aangezien veel Japanse bedrijven de laatste jaren niet alleen goede resultaten hebben geboekt met hun kernactiviteit, maar ook met financiële activiteiten (de zogenaamde 'zaitech', hetgeen letterlijk 'de kunst van het maken van geld' betekent) is de relatie tussen bedrijfsresultaten en beurskoersen tweezijdig geworden. Dit kan een neerwaartse spiraal versterken. Ook de financiële positie van gezinnen is door de koersval op de aandelenbeurs verslechterd. Ofschoon de particuliere consumptie in Japan de laatste jaren niet of nauwelijks is opgestuwd door de jarenlange koerswinsten bij aandelen, zijn er momenteel zeker risico's voor negatieve 'wealth effects'.

Per saldo is, ook al in verband met de recessie in de Verenigde Staten, een verzwakking van de Japanse conjunctuur in de loop van het jaar onvermijdelijk, maar gelet op het hoge groeitempo van vorig jaar is dat niet bijzonder bezwaarlijk. Een echte recessie is niet waarschijnlijk, tenzij prijzen van onroerend goed in een neerwaartse ontwikkeling terecht zouden komen die niet beheersbaar blijkt en uitmondt in een ineenstorting van de onroerend-goedmarkt.

### Onroerend-goedmarkt

Om de vraag te beantwoorden of een dergelijke ineenstorting kan worden voorkomen, is het van belang de achtergronden van de eerdere prijsexplosie te doorgronden. De op sommige plaatsen voorkomende absolute schaarste, de snelle economische groei en de lange tijd lage rente vormen slechts een deel van de verklaring. Het zijn vooral fiscale regelingen geweest, die grondspeculatie hebben aangemoedigd en verkoop ontmoedigd. Ofschoon enkele aanzetten zijn gegeven om deze regelgeving aan te passen, zijn drastische ingrepen tot nog toe niet gepleegd en ook in de naaste toekomst niet waarschijnlijk. Diverse machtige lobby's verzetten zich daar immers met veel succes tegen.

De politieke constellatie is daarbij van groot belang. De positie van premier Kaifu is enigszins labiel aangezien zijn leiderschap van de LDP vooral gebaseerd is op gedoogsteun van diverse groeperingen binnen de

1. Zie voor een dramatische beschrijving van diverse risico's de bijlage "Japanese finance" in *The Economist* van 8 december 1990.

2. Inmiddels is op lokaal niveau wel hier en daar sprake van prijsdalingen, maar dat geldt niet voor Tokio noch voor Japan als geheel.

partij en niet op de kracht van zijn eigen factie. Het toegeven aan lobby's om de regelgeving voor onroerend goed in stand te houden is een van de prijzen die hij moet betalen om te kunnen blijven zitten. De prijsondersteunende factor in de vorm van fiscale regelgeving, die in andere landen niet bestaat, blijft aldus in stand. Ook blijft uiteraard de absolute schaarste op sommige plaatsen een rol spelen.

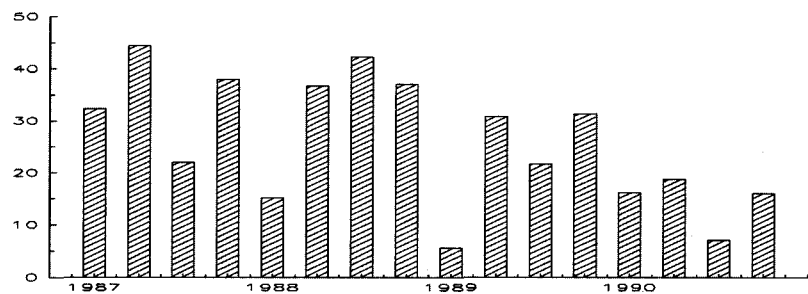
Een ander garandeert overigens niet dat er geen crisis kan ontstaan. Onder druk van liquiditeitsproblemen en aangezet door het vooruitzicht van prijsdalingen, kan zich ook in Japan een scherpe prijsdaling voordoen. De centrale bank speelt derhalve hoog spel, maar zij wenst de latent gevaarlijke situatie niet langer te tolereren.

### Vergelijking met de jaren '30

Als er zich in Japan ondanks alles toch ongelukken voordoen, zullen die de rest van de wereld niet onberoerd laten. Japan is in de loop van de jaren tachtig immers de belangrijkste crediteurnatie geworden, maar financiële problemen in eigen land geven aanleiding tot het repatriëren van kapitaal of in ieder geval tot het verminderen van de kapitaaluitvoer. Figuur 2 laat zien dat de netto uitvoer van lang kapitaal in de loop van vorig jaar al duidelijk is afgenomen. De vergelijking dringt zich op met de jaren twintig en dertig. De recessie in de belangrijkste crediteurnatie van toen, de Verenigde Staten, zoog uiteindelijk de gehele wereld mee in een depressie. Toch is het niet waarschijnlijk dat zoiets opnieuw zou gebeuren ingeval zich in Japan onverhoeds een crisis voordoet. Op ten minste twee punten verschilt de situatie nu met die van toen, waardoor een herhaling van de geschiedenis niet direct voor de hand ligt.

Allereerst zijn de monetaire autoriteiten in de industrielanden zich momenteel veel meer dan toen bewust van de gevaren van een bankcrisis. De bankcrisis van toen is een belangrijke factor bij de verklaring van de diepte van de depressie. De monetaire autoriteiten, zeker niet alleen die in Japan, zullen dan ook snel en daadkrachtig te hulp schieten wanneer zich dergelijke problemen zouden voordoen. In feite kan men dit in de Verenigde Staten reeds waarnemen. Het zal er daarbij overigens niet om gaan de eigenaren maar juist de deposanten te beschermen teneinde een vertrouwensverlies te voorko-

Figuur 2. Japanse netto uitvoer van lang kapitaal, 1987-1990 (mrd. dollars)



men. Zijdelings zij hier opgemerkt dat de Europese banken er wat betreft solvabiliteit en kwaliteit van de debiteurenportefeuille vergeleken met grote Amerikaanse en Japanse collega's zeker niet slecht voorstaan. Een wat voorzigtiger bankbeleid en wellicht ook het relatief scherpe toezicht in Europa zijn daaraan niet vreemd.

Een tweede verschil met de depressie van de jaren dertig is gelegen in het internationale monetaire bestel. In de tijd van de gouden standaard waren er vaste wisselkoersen, terwijl de Amerikanen aan het begin van de jaren dertig hun munt devalueerden, een voorbeeld dat uiteindelijk door veel landen werd gevolgd. Diverse Europese landen werden aldus niet alleen geconfronteerd met kapitaalschaarste door het repatriëren van kapitaal door de Amerikanen, maar ook nog met een (soms overigens maar tijdelijk) verlies aan concurrentiekracht. Momenteel is er daarentegen sprake van vrijer bewegende wisselkoersen. Bovendien was het (bruto) kapitaalverkeer in de jaren dertig veel bescheidener van omvang dan nu. Het kapitaalverkeer overtreft de omvang van de internationale handel momenteel in ruime mate, waarmee de kapitaalstromen dominant zijn geworden bij het vormen van wisselkoersen van de belangrijkste valuta's. Vroeger bepaalden de lopende-rekeningposities de wisselkoersen, waarna de financiering van de saldi zich via het kapitaalverkeer voltrok. Enigszins gearchargeerd kan gesteld worden dat momenteel de kapitaalstromen de wisselkoersen bepalen, waarna de handel zich aanpast aan de saldi in het kapitaalverkeer.

Concreet betekent dit dat naarmate de problemen in Japan zouden toenemen en de Japanners per saldo steeds minder kapitaal zouden exporteren, de yen, gelet op het huidige overschot op de lopende rekening van Japan, steeds sterker zal appreciëren. Gezien de omvang van

de financiële stromen zullen de Japanse monetaire autoriteiten zich daar niet effectief tegen kunnen verzetten. Aldus worden de gevolgen van de eventuele problemen in Japan voor de rest van de wereld gemitigeerd, waarbij van belang is dat het mechanisme dat daarvoor zorg draagt, een yen-appreciatie, sterker wordt naarmate de kapitaalstromen naar Japan in omvang toenemen.

**J.L.M. de Jong**  
**H. Rozendaal**

De auteurs zijn verbonden aan de afdeling Buitenland van het Economisch Bureau van de Amrobank. Zij geven hier hun persoonlijke opvattingen weer.