



Japan als financier van de wereld

Auteur(s):

Blom, M.

*De auteur is werkzaam bij IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco-groep.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4080, pagina 923, 6 november 1996

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

japan, financiële, markten

De vooruitzichten voor de Japanse economie zijn - ondanks monetaire en budgettaire stimulansen - nog steeds vrij somber. Dit heeft de export van Japans kapitaal sterk bevorderd en bijgedragen aan de wereldwijde rentedaling.

De aankopen van buitenlandse obligaties door Japanse beleggers bedragen momenteel zo'n \$100 mrd op jaarbasis. Daarmee is voor het eerst de kapitaaluitvoer groter dan het overschot op de lopende rekening. Wat zijn de achtergronden van deze omvangrijke kapitaalexport?

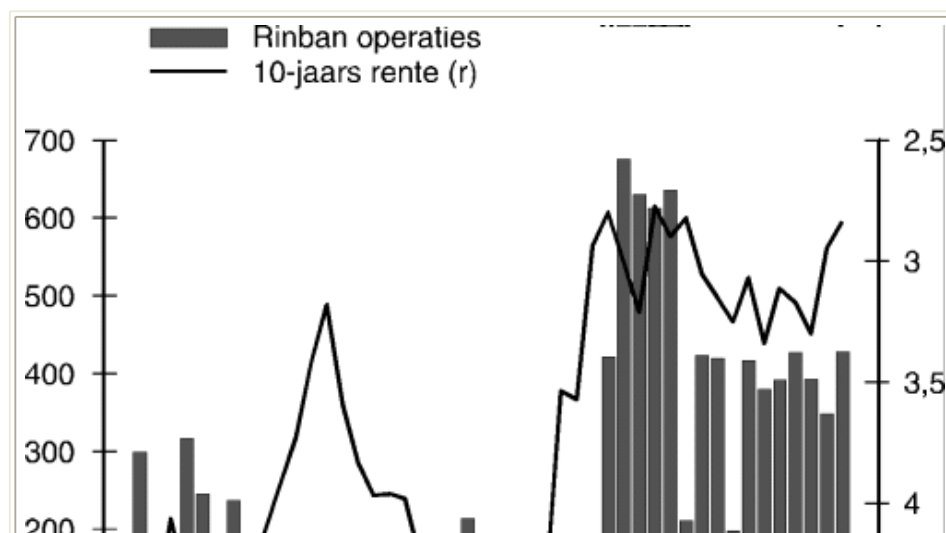
Uitblijvend herstel

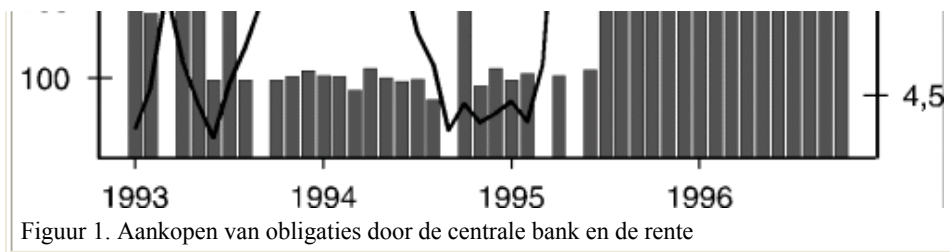
Ondanks zes stimuleringspakketten van de Japanse overheid en een enorme monetaire verruiming door de centrale bank van Japan, komt het economisch herstel maar nauwelijks van de grond. De impuls van de stimuleringspakketten is zo goed als uitgewerkt. En aan verdere budgettaire stimulering kan worden getwijfeld. In aanloop naar de verkiezingen op 20 oktober beloofde de secretaris-generaal van de Liberaal Democratische Partij, Kato, een nieuw stimuleringspakket van vijf bln yen (ongeveer 1% van het bbp), ondanks het oplopende begrotingstekort. Omdat de LDP geen meerderheid haalde en de coalitiebesprekingen mislukt lijken, is het resultaat een zwakke regering die moeite zal hebben tegenwerking te voorkomen bij het stimuleren van de economie.

Problemen in het bankwezen

De Bank of Japan staat niets anders te doen dan de monetaire sluizen open te laten staan. Maar de monetaire stimulering lijkt te stuiten op de nog steeds voortdurende problemen in het Japanse bankwezen. Het bankwezen verwarde de speculatieve stijgingen van de onroerend-goedprijzen en de aandelenkoersen in de tweede helft van de jaren tachtig met reële onderliggende economische kracht, en bouwde de kredietportefeuilles gebaseerd op die misvatting op. In tegenstelling tot de Amerikaanse overheid in de 'savings and loans'-crisis, of de Zweedse overheid in de Zweedse bankencrisis begin jaren negentig, is de Japanse overheid tot dusverre niet bereid geweest om een ongelimiteerde garantie af te geven om banken in nood te steunen.

De sanering van de bankensector steunt daarom voor een groot deel op het beleid van de Bank of Japan. De Bank of Japan heeft vele biljoenen in het banksysteem gepompt. Via geldmarktoperaties heeft de Bank of Japan het daggeldtarief tot onder het disconto van 0,5% gebracht. Banken maken daardoor alleen van de disconto-faciliteit gebruik in noodgevallen. Daardoor kreeg de Bank of Japan ruimte om massaal obligaties ([figuur 1](#)) op te kopen (de zg 'Rinban'-operaties). Dit had tot gevolg dat de 10-jaars rente tot een nieuw historisch dieptepunt daalde, 2,6%. Met de opbrengsten hebben de banken voor 10 bln yen kunnen afschrijven op slechte leningen. De groei van hun kredietverlening bedraagt echter nog steeds slechts 1%.





Figuur 1. Aankopen van obligaties door de centrale bank en de rente

Natuurlijk is er sprake van monetaire financiering door de centrale bank. De geldgroei gemeten volgens M1 bedraagt al ruim een jaar meer dan 10%. Door er voor te zorgen dat de particuliere sector voldoende in de slappe was zit, hoopt de Bank of Japan het economische herstel gaande te houden.

Financiële markten

Dit ruime monetaire beleid mist haar uitwerking op de financiële markten niet. Opnieuw zijn er internationale beleggingsfondsen die van de ultra-lage korte rentes in Japan gebruik maken om in buitenlandse obligaties te beleggen, in de verwachting dat de yen eerder zal depreciëren dan appreciëren. Volgens recente berichten loopt ook de kortlopende kredietverlening aan buitenlanders door Japanse banken, die een weerslag vormt van de 'transpacific yieldcurve play', weer op.

Daarnaast hebben verzekeraars in Japan een beleggingsresultaat van zo'n 5% nodig om aan de contractuele verplichtingen te kunnen voldoen. Pensioenfondsen zelfs 5,5%, bij de huidige premies. Het lokale rendement op de Japanse aandelenbeurs bedroeg tussen 1990 en 1995 gemiddeld -5,4%. Op een wereldportefeuille (uitgedrukt in yens) zou gemiddeld 3,9% verdiend zijn. Op Japanse obligaties zou de Japanse belegger 4,9% verdiend hebben en bij een wereldwijd gespreide portefeuille 5,1%.

In een klimaat van deflatie valt er op lokale aandelen alleen maar te verliezen. Cijfers uit de VS tonen aan dat in alle periodes van deflatie de aandelenkoersen daalden. De consumentenprijsindex in Japan stond in september 0,4% lager dan een jaar geleden en de grondprijzen daalden met 4,6%.

Zolang dit klimaat aanhoudt zoeken professionele beleggers hun heil in het buitenland. Buitenlandse obligatiemarkten, met name de Amerikaanse, profiteren van deze beleggingsstroom. Bovendien koopt ook de Japanse centrale bank veel Amerikaans schuld papier, onder meer om de koers van de yen te beheersen. Zolang als deze kapitaalstroom uit Japan aanhoudt, ontstaat een wereldwijde druk op de rente.