

van het TARP-plan rommelactiva op van de banken en kondigden de voorbije maanden herhaaldelijk aan te overwegen om ook overheidsobligaties aan te kopen.

Door de monetaire en fiscale stimuli liep het Japanse overheidstekort sterk op en het bedraagt nu nog steeds 160 procent van het bruto binnenlands product (bbp). In de Verenigde Staten bedroeg die verhouding vorig jaar 75 procent maar verwacht wordt dat de schuldgraad vanaf dit jaar fors zal



oplopen. Het land stevent namelijk af op een begrotingstekort van ongeveer 2.000 miljard dollar, ruim vijf keer zoveel als het gemiddelde van de vorige jaren.

GEEN EXACT SPIEGELBEELD

Naast de vele grote en kleinere gelijkenissen zijn er ook heel wat verschilpunten tussen de situaties in beide landen. De belangrijkste is de positie van de munt. De Japanse yen bleef ook in de periode na de crisis sterk omdat het land dankzij de kwaliteit van de producten die het op de markt bracht, gekoppeld aan een hoge spaarquote van de bevolking, een handelsoverschot had. Een dure munt vermindert de concurrentiepositie op de exportmarkt maar heeft als voordeel dat de importprijzen laag worden gehouden. Voor een land als Japan, dat bijna alle natuurlijke rijkdommen (voedsel, olie, ...) moet importeren, is dit belangrijk omdat zo de inflatie in toom wordt gehouden. Japan kende de voorbije twee decennia een bescheiden deflatie van gemiddeld 1 procent per jaar, waardoor de koopkracht van de bevolking steeg.

De buitenlandse schuld wordt niet als een bedreiging voor de sterkte van de yen gezien want het grootste deel is in Japanse handen. De Verenigde Staten echter zijn de grootste schuldenaar ter wereld met een gezamenlijke schuldpositie (federale overheid, gezinnen, bedrijven) van 361 procent van het bbp. Meer dan 10.000 miljard dollar is in buitenlandse handen. De Amerikaanse dollar is een intrinsiek zwakke munt, al hield hij zich tot nog toe erg sterk. Dit komt omdat heel wat investeerders na het bloedbad op de financiële markten zijn gevlucht in veilig gewaand Amerikaans overheidspapier. Er is echter geen garantie dat de Amerikaanse munt naar analogie van de Japanse in deze crisis sterk zal blijven. De kans hierop is zelfs heel klein.

Het grootste deel van de Amerikaanse overheidsschuld is in buitenlandse handen. Alleen al China houdt naar schatting 1.000 miljard dollar aan Amerikaanse staatsobligaties aan. China en ook andere Aziatische en Europese landen financierden de voorbije jaren dus de consumptie van de Amerikanen. Nude export naar de Verenigde Staten is afgenomen als gevolg van de lagere vraag, valt te verwachten dat ook de bereidheid van buitenlandse investeerders om Amerikaanse staatsobligaties te blijven kopen verder zal afnemen. Daarnaast hebben overheden in Azië en vooral Europa hun handen vol aan een wankelende financiële industrie en ontsprende begrotingen. Het risico is reëel dat investeerders een hogere rentevergoeding op Amerikaans staatspapier zullen eisen naarmate de begrotingste-

korten oplopen. Een dergelijk scenario zou funest zijn voor de dollar.

WEINIG ZODEN AAN DE DIJK

Bijna twintig jaar na het uitbreken van de Japanse crisis is de oogst van de vele overheidsmaatregelen bijzonder mager. De monetaire politiek, de opbouw van overheidsschuld en het rechtstreeks interveniëren op de wisselmarkten hebben weinig zoden aan de dijk gezet. De Japanse aandelenmarkt illustreert dit het best. Van een terugkeer naar de topkoersen van 1989 is nooit sprake geweest. Elke opleving in de voorbije twintig jaar had een tijdelijk karakter en per saldo staat de Nikkei nu op hetzelfde niveau als begin jaren tachtig. Ook het bbp staat nog steeds op hetzelfde niveau als vijftien jaar terug.

Men kan dus moeilijk van een overweldigend succes spreken. Anderzijds is het eveneens te kort door de bocht om te stellen dat de maatregelen helemaal geen effect hadden. Een langdurige depressie werd vermeden, al valt dit eveneens toe te schrijven aan de sterke munt en het handelsoverschot.

De vraag rijst daarom of de vele gelijkaardige maatregelen in de Verenigde Staten wél zullen werken. Het antwoord is hoogstwaarschijnlijk negatief. De Amerikaanse economie is drie keer groter dan de Japanse en de omvang van de stimuleringsmaatregelen is in relatieve termen ook veel groter. Dit jaagt op zijn beurt de schuldpositie van de overheid nog verder omhoog.

De les die uit de Japanse crisis valt te trekken, is dat grootschalig overheidsingrijpen om de economie weer leven in te blazen weinig efficiënt is als overdreven schuldbouw aan de basis ligt van die crisis. Dit was zowel in Japan als nu in de Verenigde Staten het geval. Het voornaamste verschil is dat het element dat Japan voor erger heeft behoeft, met name de intrinsiek sterke munt, in de Verenigde Staten niet aanwezig is. Een herhaling van het milde deflatiescenario van Japan is in de Verenigde Staten bijgevolg erg onwaarschijnlijk.

Wat er dan wel zal gebeuren, is een open vraag. Net als in Japan liggen tussentijdse beursrally's in de lijn der verwachtingen. Het grootste gevaar voor de Verenigde Staten zit in een heuse muntcrisis gekoppeld aan inflatie. Voorlopig lijkt er nog geen vuiltje aan de lucht wat het vertrouwen van buitenlandse investeerders in de dollar betreft. Partijen met grote dollarposities hebben overigens geen belang bij een muntcrisis. Dit is echter geen garantie dat dit scenario niet zal uitkomen. ■