

De kwetsbaarheid van het Japanse herstel

De Japanse economie bevindt zich in een diepe recessie. Het bruto binnenlands produkt is drie achtereenvolgende kwartalen in omvang afgenomen, hetgeen sinds het einde van de tweede wereldoorlog niet is voorgekomen. In de detailhandel gingen er het afgelopen halfjaar 6% minder goederen over de toonbank. De industriële produktie is terug op het niveau van vier jaar geleden en de werkgelegenheid is voor het eerst in zeven jaar gedaald. Niettemin heeft de Nikkei aandelenindex sinds het begin van dit jaar een opmerkelijke opmars laten zien. De index is na meer dan een jaar weer terug op een niveau van ongeveer 20.000 punten. Betekent dit, ervan uitgaande dat aandelenkoersen op de economie vooruitlopen, dat het herstel van de Japanse economie aanstaande is? In het navolgende wordt ingegaan op de achtergronden van de koersstijging op de Japanse aandelenbeurs. Verwacht wordt dat het herstel van de Japanse economie langere tijd in beslag zal nemen, het recente stimuleringspakket van 13,2 biljoen yen (\$ 209 mrd.) ten spijt.

De Japanse beurs

De stijging van de aandelenkoersen in Tokio dit jaar vond voor ongeveer de helft plaats in de maand maart. Toen stegen de koersen met 10%. Deze maand is tevens de laatste maand van het Japanse begrotingsjaar. De Japanse overheid heeft willen voorkomen dat aandelenkoersen aan het einde van het begrotingsjaar op een te laag niveau zouden uitkomen. Als de Nikkei aandelenindex aan het einde van het boekjaar onder de 15.000 punten terecht zou zijn ge-

komen, zou een groot aantal banken niet meer kunnen voldoen aan de internationale solvabiliteitseisen van de Bank voor Internationale Betalingen. Dit hangt samen met de regel dat banken in Japan 45% van de niet-gerealiseerde boekwinsten op aandelenbezit mogen meetellen bij hun vermogen. De overheid is daarom vanaf oktober 1992 bezig, onder andere door middel van aankopen van aandelen door de Japanse postbank en overheidspensioenfondsen, een vloer onder de koersen te leggen.

Voorts heeft in de afgelopen weken de bekendmaking van een tweede omvangrijk pakket maatregelen ter stimulering van de economie, het sentiment op de beurs verbeterd. Na de bekendmaking dat de Japanse PTT (NTT) haar telefoontarieven zou mogen verhogen, en dat een aanzienlijk deel van het stimuleringspakket betrekking heeft op overheidsinvesteringen in de sfeer van de (tele)communicatie, zijn de koersen van NTT en hieraan gerelateerde fondsen fors gestegen.

De bekendmaking, eind maart, van een aantal gunstige cijfers over de Japanse economie deden het beurs sentiment definitief omslaan. De groei van de geldhoeveelheid liet na een halfjaar van negatieve groei weer een 'plusje' zien, de autooverkopen deden het bovenverwachting goed, de 'leading indicator' bereikte voor het eerst in tien maanden de 'groei krimp' waarde van vijftig punten, en de industriële produktie liet voor het eerst in vijf maanden weer een stijging zien bij een voortgaande daling van de voorraden. Dit heeft op de financiële markten de gedachte doen postvatten dat de Japanse economie aan het herstellen is.

Herstructurering economie

De meningen over de vraag of, en zo ja hoe snel de Japanse economie kan herstellen lopen uiteen. Terwijl sommige waarnemers alweer spreken over de kans op oververhitting, zetten anderen nog vraagtekens bij een herstel omdat, zo is hun inschatting, de vereiste herstructureringsprocessen volgend op de luchtbeleconomie nog niet zijn voltooid. Ook wij gaan ervan uit dat een herstel van de Japanse economie nog geruime tijd in beslag zal nemen.

Tegen de achtergrond van een zwakke wereldeconomie lijkt het onwaar-

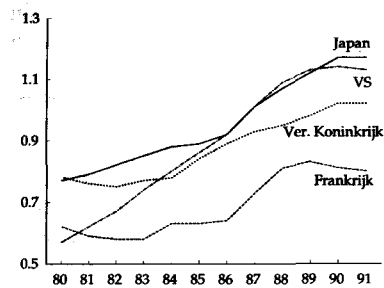
schijnlijk dat het Japan lukt zich door een hogere uitvoer van de recessie te herstellen. Een hogere yen en vrijwillige uitvoerbeporing zullen moeten voorkomen dat het reeds enorme en nog steeds groeiende overschot op de lopende rekening van Japan door protectionistische maatregelen zal worden gekeerd. De export van Japan zal het in 1993 door de appreciatie van de yen naar verwachting nog zwaarder te verduren krijgen dan in 1992, toen de goederenuitvoer ter nauwernood een volumegroei wist te realiseren van 1%.

Daarnaast zijn de consumptieve bestedingen, met een aandeel van 60% in het bruto nationaal produkt de belangrijkste motor van de Japanse economie, nog lang niet aan het herstellen. De gezinsuitgaven lieten in januari de grootste daling van de afgelopen maanden zien (2% lager dan een jaar geleden), en de detailhandel kampte in februari met één van de grootste tegenvallers van de afgelopen twaalf maanden (5% lager dan een jaar eerder). Gezien de voor 1993 overeengekomen loonstijgingen, de laagste sinds 1987, en de voor het eerst in zeven jaar dalende werkgelegenheid, lijkt een eventuele opleving van de consumptieve bestedingen slechts van korte duur te kunnen zijn.

De vanaf 1989 opgetreden scherpe stijging van de vaste kosten bij de Japanse industrie en grote produktiviteitswinsten in de VS en de overige Aziatische landen zullen de Japanse industrie nopen tot een aanpassingsproces dat zich naar alle waarschijnlijkheid over meerdere jaren zal uitstrekken. Gedurende de expansiejaren 1987-1991 was circa driekwart van de werkgelegenheidsgroei globaliseerd bij het midden- en hogere kader. Deze bron van lage produktiviteit zal dienen te worden aangepakt wil Japan niet verliezen bij het wereldwijde proces van herallocatie van economische activiteit. Het is dan ook de verwachting dat een in de komende jaren vooral rationaliserend bedrijfsleven de groei in looninkomen en consumptie gematigd zal houden.

Voorts levert het stimuleringspakket geen directe impuls aan een vergroting van de particuliere consumptie. Het pakket, ter grootte van 3% van het bnp, bestaat voor meer dan 80% uit vervroeging en intensivering van overheidsinvesteringen. Het res-

Figuur 1. Schuld gezinnen als ratio van het beschikbaar inkomen



tant wordt gevormd door een groot aantal verschillende maatregelen, waaronder belastingverlagingen voor bedrijfsinvesteringen en investeringen in woningen. Een verlaging van de inkomstenbelasting is door het Ministerie van Financiën tegengehouden. Het stimuleringspakket is derhalve niet gericht op het doorbreken van de neerwaartse spiraal waarin neergang van de consumptieve vraag leidt tot lagere industriële productie en lagere werkgelegenheid. Maar zelfs indien later dit jaar alsnog tot een verlaging van de inkomstenbelasting zou worden besloten, zullen de consumptieve bestedingen het niet uitbundig gaan doen. De consument zal voorrang geven aan het aflossen van zijn schulden. Schulden die in de jaren tachtig hoger zijn komen te liggen dan bij voorbeeld in de VS en het VK (zie figuur 1).

Ook van de bedrijfsinvesteringen wordt weinig herstel verwacht. De kapitaalgoederenvoorraad in Japan is in de tweede helft van de jaren tachtig, onder invloed van extreem lage kapitaalkosten, sterk toegenomen. Voor de aan deze toename ten grondslag liggende investeringshousse, heeft het bedrijfsleven een groot beroep gedaan op externe financiering, waardoor de eigen-vermogenpositie relatief zwak bleef (zie figuur 2).

Dit grote beroep op externe financiering hangt niet alleen samen met de destijds lage financieringskosten, maar ook met het jarenlang gevoerde industriebeleid waarbij verovering van marktaandeel op de eerste plaats kwam en het behalen van winst pas op de tweede. Thans bevindt de Japanse industrie zich in een proces van balansaanpassing en herstructurering, hetgeen gepaard gaat met een terughoudend investeringsbeleid. Het aandeel van de investeringen in het nationaal produkt wordt terugge-

bracht in lijn met de sinds het einde van de jaren tachtig gestegen kapitaalkosten. Hierbij speelt eveneens een rol dat er sprake is van een zekere verzadiging op voor de Japanse industrie belangrijke afzetmarkten. De consumentenelektronica- en automobielsector maken tezamen een vijfde deel uit van de totale productie. Naar verwachting zullen de bedrijfsinvesteringen in 1993, evenals dat in 1992 het geval was, een negatieve groei doormaken. Zelfs bij een krachtiger dan verwacht economisch herstel is op korte termijn, gezien de lage bezettingsgraden van dit moment, een positieve groei van de bedrijfsinvesteringen niet aannemelijk.

Beurs te optimistisch

Wij denken dat de Japanse beurs, met name over de gunstige effecten van het stimuleringspakket en de winstvooruitzichten, te optimistisch is gestemd. Zo zijn veel details van het economische hulppakket van 13 april nog niet bekend en hebben de Japanse beleidsmakers de omvang ervan met naar raming de helft opgeblazen met dubbelstellingen en inverdieneffecten. Nauwkeurige bestudering van de plannen en de onzekerheid over de financieringskant kunnen leiden tot teleurstellingen op de aandelenmarkt.

Wij achten het onwaarschijnlijk dat het stimuleringspakket de Japanse economie op een bestendig hoger groeipad zal krijgen. Er wordt geen directe bijdrage geleverd aan een herstel van de consumptieve bestedingen en het bedrijfsleven gaat nog zodanig gebukt onder onbenutte productiecapaciteit en een overschot aan personeel dat een snel herstel niet waarschijnlijk is. Bovendien zal het nog jaren duren voordat het Japanse bankwezen, dat als nasleep

van de omvangrijke speculatie in de jaren tachtig te kampen heeft met een groot aantal dubieuze debiteuren, in staat zal zijn een flinke economische groei te financieren.

Een andere bron van teleurstelling voor de Japanse aandelenbeurs kan de winstontwikkeling zijn. De Japanse economie is zich aan het opmaken voor een langere periode van gematigde groei. Echter, Japanse ondernemingen zijn nooit goed in staat gebleken om winstgroei te realiseren bij een groei van het bruto nationaal produkt van minder dan 2,5 à 3%. Gegeven dat het proces van herstructureren bij het Japanse bedrijfsleven nog maar net op gang is gekomen, en dit door de recente appreciatie van de yen in intensiteit zal toenemen, zal dit ook thans niet het geval zijn. Bedrijven in Japan hebben hoge bezettingsgraden nodig om zonder verlies te kunnen produceren.

Echter, in het verleden heeft de koersvorming op de Japanse beurs laten zien langdurig van de fundamentele economische ontwikkeling af te kunnen wijken. Het is niet uit te sluiten dat de koersen nog verder zullen stijgen.

Conclusie

De recente koersstijgingen op de Japanse aandelenbeurs zijn met name gedreven door anticipatie op (de effecten van) een omvangrijk stimuleringspakket en door de verwachting dat de Japanse economie aan het herstellen is. Beleggerspsychologie laat de koersen op de aandelenbeurs weliswaar stijgen, de Japanse economie is daarentegen nog steeds bezig zich voor te bereiden op een langere periode van gematigde groei. Tegen de achtergrond van een door ons verwacht gematigd herstel van de wereld-economie, de koersstijging van de Japanse yen en de noodzakelijke structurele aanpassingen in de binnenlandse economie, lijkt het herstel van de Japanse economie nog geruime tijd te zullen vergen. Groeicijfers, van 4% of hoger, zoals de Japanse economie die in de tweede helft van de jaren tachtig kende, liggen voorlopig niet in het verschiet.

Maarten Leen

De auteur is werkzaam bij het Institute for Research and Investment Services, een gezamenlijke onderneming van Rabobank en Robeco Groep.

Figuur 2. Omvang eigen vermogen in een aantal landen, % balanstotaal

