

Financiële markten

Doorbraak van de Nikkei

Sinds begin van dit jaar hebben de koersen op de Japanse aandelenbeurs een forse stijging laten zien. Terwijl op andere belangrijke beurzen koersverliezen werden geleden steeg de Nikkei-beursindex met 22%. Niettemin zetten waarnemers vraagtekens bij de koersstijging op de Japanse beurs. Zij wijzen erop dat vooral buitenlanders aan de koopzijde hebben geopereerd. Japanse instituten zijn daarentegen de afgelopen maanden aan de zijlijn blijven staan. Voorts blijft er onder economen achterdocht bestaan over de kracht van het herstel van de Japanse economie. Gewezen wordt op de in februari en maart tegenvallende consumptieve bestedingen en op het feit dat in 1992 en 1993 een economisch gunstig eerste kwartaal werd gevolgd door een terugval in de economische groei in de daaropvolgende maanden.

Groeiherstel

In 1992 en 1993 zakte de Japanse economie na een opleving in het eerste kwartaal weer terug. Dit jaar zal dat waarschijnlijk niet het geval zijn. Daarvoor zijn de tekenen van herstel te duidelijk en te breed gespreid. Zo stegen de industriële productie en de orders voor nieuwe machines in het eerste kwartaal van 1994 met 1,5% ten opzichte van het laatste kwartaal van vorig jaar. Het bbp lag in het eerste kwartaal 1,0% hoger dan in het vierde kwartaal van 1993. Bovendien wijst de leading indicator, die de eco-

nomische groei zo'n halfjaar vooruit voorspelt, nu al vier achtereenvolgende maanden op groei. In april bereikte deze indicator zelfs het niveau van 80,0 punten, bij een maximum van 100. Een situatie die zich voor het laatst in september 1987 heeft voorgedaan.

De eerste cijfers over het tweede kwartaal wijzen er bovendien op dat de aanvankelijk voor het tweede kwartaal verwachte afzwakking zich niet of nauwelijks zal manifesteren. Op basis van enquêtes verwacht het Japanse ministerie van Internationale Handel en Industrie (MITI) dat de industriële productie in het tweede kwartaal met 0,3% zal toenemen ten opzichte van het eerste kwartaal terwijl eerder nog werd uitgegaan van een daling. De door de centrale bank van Japan in mei onder ondernemers afgenomen conjunctuurenquête, de Tankan, liet voor het eerst sinds september 1991 een verbeterend ondernemersvertrouwen zien.

De enige grootheid die buiten dit alom gunstige economische beeld staat is de particuliere consumptie. Gezinsuitgaven voor levensonderhoud lagen in het eerste kwartaal 1% onder het niveau van het vierde kwartaal van 1993 en de detailhandelsverkoop in april 0,7% onder het gemiddelde niveau van het eerste kwartaal. Er is echter reden om aan te nemen dat deze cijfers de werkelijke particuliere consumptie onderschatten. Zo worden er door diverse waarnemers vraagtekens gezet bij de representativiteit van de voor de verzameling van deze gegevens gehanteerde steekproef. In Japan is er momenteel sprake van een prijsrevolutie. Anders dan in het verleden kijkt de Japanse consument bij aankopen meer naar prijs en minder naar kwaliteit. Dit heeft tot gevolg gehad dat de zogenaamde 'discount stores', winkels waar produkten tegen een lage prijs worden aangeboden, de laatste jaren een grote opmars hebben doorgemaakt. Omdat de statistische waarneming van deze winkelsoort is achtergebleven bij het toegenomen relatieve belang heeft dit tot gevolg dat in de officiële statistieken de inflatie in Japan wordt overschat en het volume van de consumptieve bestedingen onderschat. Bovendien sluiten wij niet uit dat onzekerheid bij de consument over de vraag hoeveel de in juni te ontvangen belastingverlaging en lagere zomerbonus uiteinde-

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.

lijk zullen opleveren, tot een zekere vertraging in het bestedingspatroon in de daaraan voorafgaande maanden heeft geleid.

Stimuleringspakketten

Daarnaast moet een groot deel van de in de afgelopen jaren door de regering aangekondigde stimuleringspakketten nog tot uitdrukking komen in hogere overheidsinvesteringen. De Japanse regering heeft sinds augustus 1992 vier omvangrijke stimuleringspakketten aangekondigd waarmee voor in totaal een bedrag van zo'n 4-5% bbp aan overheidsinvesteringen was voorzien. Het grootste deel van deze middelen is vanwege politieke perikelen nog niet uitgegeven. Zo is bij voorbeeld het tweede stimuleringspakket van april 1993, ter grootte van 13,2 biljoen yen, niet alleen pas in juni 1993 door het Japanse parlement aangenomen maar hebben politieke schandalen de besteding hiervan opgehouden tot eind 1993/begin 1994. Het derde stimuleringspakket van september 1993, ter grootte van 6 biljoen yen, is pas afgelopen december door het parlement goedgekeurd en het laatste en tevens grootste stimuleringspakket ter grootte van 15,25 biljoen yen pas drie maanden geleden. Het Japanse ministerie van Financiën heeft erkend dat per ultimo januari 1994 slechts de helft van het totaal voor het begrotingsjaar 1993 (dat loopt van april 1993 tot en met maart 1994) voorziene bedrag aan overheidsprojecten was uitgegeven. Het recent flink toegenomen bedrag aan nieuwe orders voor overheidsprojecten (zie figuur) suggereert dat er nogal wat overheidsinvesteringen op stapel staan.

Naweeën luchtbeleconomie

Kunnen we hiermee nu stellen dat de Japanse economie de recessie van de

Tabel 1. Ontwikkeling aandelenindices; in procentmutaties

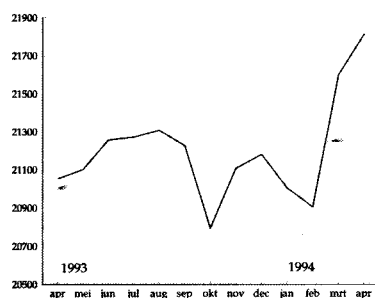
	Eind 92-eind 93	Eind 93-15/6/94
VS	+7	-1
Japan	+2	+22
VK	+20	-11
Dld	+46	-9
Fr.	+22	-13
Ned.	+44	-3

jaren negentig definitief achter zich heeft gelaten? Zijn, met andere woorden nu dan eindelijk de gevolgen van de luchtbeleconomie overwonnen, i.c. de excessieve consumptie en investeringsgroei en onroerend goed hausse van de jaren tachtig? Ons inziens komen er steeds meer aanwijzingen dat de Japanse economie weliswaar nog steeds te kampen heeft met de naschokken van de luchtbeleconomie maar dat de negatieve gevolgen daarvan nu zodanig zijn geabsorbeerd dat deze een herstel niet meer in de weg staan.

Zo boekt het Japanse bankwezen, dat als nasleep van de in de jaren tachtig omvangrijke speculatie op de financiële en onroerend goedmarkten met een enorme hoeveelheid aan dubieuze debiteuren is blijven zitten, een duidelijke voortgang bij het afschrijven van deze zogenoemde 'non performing loans'. Onlangs gepubliceerde cijfers indiceren dat deze 'bad debts' in september 1993 het hoogste punt hebben bereikt en sindsdien in belang afnemen. Bij de 11 belangrijkste Japanse banken is het totale bedrag aan uitstaande 'non performing loans' in de zes maanden tussen september 1993 en maart 1994 met drie procent gedaald. Momenteel is dit bedrag minder dan vier procent van alle uitstaande leningen. Alhoewel het zeker nog vijf tot zeven jaar zal duren voordat het Japanse bankwezen al deze leningen volledig heeft afgeschreven lijkt het ergste deel van de bankencrisis achter de rug.

Voorts heeft de Japanse industrie in de afgelopen jaren de aanwezige overcapaciteit in belangrijke mate afgebouwd en de loonkosten gereduceerd door vermindering van werkgelegenheid. De werkgelegenheid in de industrie is gedurende de huidige re-

Figuur 1. Nieuwe orders voor overheidinvesteringen in begrotingsjaar 1993, 12-maandsvoortschrijdend gem., in Yen 100 mln.



Tabel 2. Correlatiecoëfficiënten over de laatste zestig maanden van zes aandelenmarkten (stand ultimo mei 1994, in lokale valuta)

	VS	JP	VK	BRD	FR	NL
VS	-	0,4	0,7	0,4	0,5	0,6
JP	0,4	-	0,4	0,3	0,4	0,4
VK	0,7	0,4	-	0,6	0,7	0,8
BRD	0,4	0,3	0,6	-	0,7	0,7
FR	0,5	0,4	0,7	0,7	-	0,8
NL	0,6	0,4	0,8	0,7	0,8	-

cessie tot nu toe met 1,3% vermindert. Ten tijde van de laatste twee recessies in Japan, die van de tweede oliecrisis en die naar aanleiding van de appreciatie van yen in 1986/1987, bedroeg de teruggang van de werkgelegenheid gemiddeld 0,75%. De effectiviteit van de gepleegde herstructureeringsinspanning van het Japanse bedrijfsleven laat zich aflezen uit een recente enquête waarin ondernemers aangeven bij een wisselkoers van 105 tot 110 yen per Amerikaanse dollar nog te kunnen concurreren met buitenlandse ondernemingen. Een jaar geleden lag dit nog rond de 115 yen. Inmiddels zijn de excessieve voorraadniveaus goeddeels weggewerkt en laten de investeringsplannen van ondernemers voor het eerst in drie jaar weer een bescheiden groei zien. Ondernemers verwachten in 1994 1,1% meer te investeren na een daling van 8,7% in 1993. De in de afgelopen maanden opgetreden stabilisatie van groothandelsprijzen en werkloosheid wijst erop dat de binnenlandse vraag/aanbod-verhoudingen meer met elkaar in evenwicht zijn gekomen.

Stijgingspotentieel Nikkei

Nu het er veel van weg heeft dat Japan de recessie definitief achter zich heeft gelaten is een klimaat geschapen waarin een verdere stijging van de aandelenkoersen mogelijk is. Belangrijk punt hierbij is dat de Nikkei beursindex onlangs het door financiële markten als belangrijk beschouwde weerstandsniveau van 21.100 punten heeft doorbroken. In de afgelopen twee jaar strandden drie opeenvolgende beursrallys op dit niveau. Op 8 juni sloot de Nikkei echter op 21.262 punten. Slechts iets boven het weerstandsniveau, maar omdat deze doorbraak met een voldoende groot aantal verhandelde aandelen gepaard ging en de index meer-

dere dagen boven dit niveau stand heeft kunnen houden zijn analisten van mening dat de Nikkei de weerstand toch overtuigend heeft doorbroken en het potentieel voor verdere koersstijgingen in de loop van dit jaar daarom groot is.

Gezien de onzekere vooruitzichten voor Europa en de Verenigde Staten biedt de Japanse markt voor aandelenbeleggers dan ook aantrekkelijke perspectieven. Beleggingen in Japanse aandelen zijn bij uitstek geschikt om risico's te spreiden omdat over een langere periode bezien de koersbeweging van de Japanse aandelenmarkt een relatief geringe samenhang vertoont met de koersontwikkeling op andere belangrijke aandelenmarkten. Uit onderstaande tabel kan worden afgelezen dat de correlatiecoëfficiënt van de Japanse markt overwegend lager is dan die van andere aandelenmarkten.

Conclusie

Anders dan in 1992 en 1993 lijkt de Japanse economie dit jaar geen valse start te maken en heeft de aandelenbeurs een belangrijk weerstandsniveau doorbroken. Tot nu toe is de koersstijging op de Japanse beurs met name veroorzaakt door aankopen van buitenlandse beleggers. Het wachten is op het moment waarop ook binnenlandse partijen zich aan de koopzijde van de markt laten zien. Alsdan ligt een verder stijging van de Nikkei in het verschiet.

Maarten Leen