

Japan in een Catch-22

Niets lijkt Japan te worden bespaard. Na de aardbeving in Kobe in januari volgde in maart een gifgasaanval in de metro in Tokyo. Het zelfvertrouwen van de natie wordt danig op de proef gesteld. Het sterk gereguleerde, ordelijke bestaan staat onder druk. Niet in de laatste plaats vanwege de tegenvallende economische ontwikkeling. De vrees neemt toe dat de Japanse economie weer terug zal vallen na het teleurstellend zwakke herstel vorig jaar. Hier en daar valt zelfs al het woord depressie. De Japanse aandelenbeurs is zo'n 14% gedaald en de kapitaalmarktrente meer dan een procentpunt omlaag gegaan. De oorzaak wordt gezocht in de kracht van de Japanse yen. Sinds begin dit jaar is de Japanse yen zo'n 15% in waarde gestegen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De alsmar stijgende yen heeft het weerbericht verdrongen als het belangrijkste item in nieuwsbulletins. Het ongenoegen van de Japanse burger over het lakse politieke optreden uitte zich in de verkiezing van twee voormalige acteurs tot gouverneur in Tokyo en Osaka in april.

Deflatie

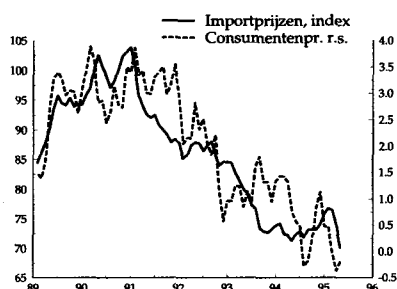
In de afgelopen maanden heeft de waardestijging van de yen in Japan geleid tot een nieuwe ronde van prijsdalingen. De importprijzen dalen al vier jaar en zijn in die vier jaar met zo'n 29% afgenomen. De inflatie is in die periode sterk naar beneden gekomen. Stegen de consumentenprijzen begin 1991 nog met 3,9%, het laatste inflatiecijfer over april bedroeg -0,2% (zie figuur 1). Naast dalende importprijzen staat het prijspeil in Japan onder druk als gevolg van de lage economische groei en de daling van onroerend-goedprijzen en aandelenkoersen. Bovendien heeft de toegenomen deregulering er toe

geleid dat er meer discount-stores zijn gekomen, die vooral ook de goedkopere buitenlandse producten voeren, waardoor de deflatie nog sterker uitvalt dan zoals deze gemeten wordt door het consumentenprijspeil.

Steeds vaker wordt de vergelijking getrokken tussen de 'great depression' in de Verenigde Staten tussen 1929 en 1933 en het Japan van nu. Hoewel de situatie in Japan nog niet zo ernstig is als begin jaren dertig in de Verenigde Staten, toen de consumentenprijzen in totaal 25% daalden, zijn er naast het fenomeen van deflatie meer overeenkomsten. De 'great depression' werd voorafgegaan door een crash op de Amerikaanse aandelenbeurs van 1929 tot 1933 van meer dan 30%, terwijl de Japanse aandelenbeurs sinds 1989 zo'n 60% gedaald is (zie figuur 2). Een andere overeenkomst met de jaren dertig in de Verenigde Staten zijn de forse verliezen in het bankwezen.

Ook het gedrag van de Bank of Japan (BoJ) is vergelijkbaar met dat van de Fed uit de jaren dertig. Zowel de Fed in de jaren dertig als de BoJ de afgelopen paar jaren voerden een krap monetair beleid om een speculatieve zeepbel leeg te laten lopen. Paradoxaal genoeg is het krappe beleid van de BoJ een reactie op het te ruime monetaire beleid dat men na de beurskrach van oktober 1987 heeft gevoerd, waardoor aandelenkoersen en onroerend-goedprijzen te sterk konden oplopen. Het ruime monetair beleid dat de meeste centrale banken na de krach in 1987 voerden werd vooral uitgelegd als de 'les van de krach in 1929'. Ook de dreiging van een handelsoorlog, zoals in de afgelopen weken steeds duidelijker is geworden, doet denken aan de importtarieven-oorlog van begin jaren dertig.

Figuur 1. Importprijzen (index) en consumentenprijzen (% jof)



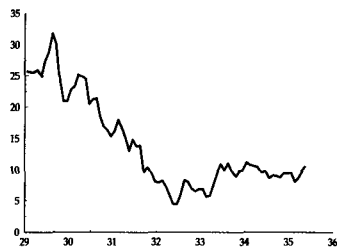
De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

De neerwaartse spiraal

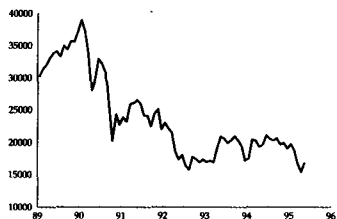
Wie denkt dat de Japanse consument profiteert van de deflatie komt – net als in de Verenigde Staten in de jaren dertig – grotendeels bedrogen uit. Tegenover de deflatie staat de toegenomen onzekerheid over de werkgelegenheid. Met name voor nieuwkomers op de Japanse arbeidsmarkt is het moeilijk om een baan te vinden, waardoor de werkloosheid weer is opgelopen tot 3%. Daarnaast zijn de loonstijgingen zoals die overeengekomen zijn tussen vakbonden en de werkgevers in de Shunto met 2,7% de laagste ooit. Voorts is een groot deel van het inkomen afhankelijk van bonussen die, naarmate de groei lager uitvalt, tegenvallen. Niet in de laatste plaats is de vermogenspositie van de Japanner de afgelopen jaren danig verslechterd. Waar enerzijds de onroerend-goedprijzen en aandelenkoersen sterk zijn gedaald is anderzijds zijn schuld opgelopen, zeker in reële termen als gevolg van de deflatie. De consument wordt daardoor steeds voorzichtiger en verhoogt zijn besparingen. De spaarquote is opgelopen van 14,1% in 1990 tot 16% in 1994. Omdat de consumptie te traag groeit is de importgroei nog steeds te laag om een scherpe daling van het overschot op de lopende rekening te bewerkstelligen waardoor op haar beurt de yen weer verder apprecieert, waarmee de cirkel rond is.

Dat neemt niet weg dat het overschot op de lopende rekening wel al dalende is – zoals ook blijkt uit het feit dat het kleine beetje groei dat Japan vorig jaar kende voor zo'n 70% werd weggesnoept door de importvraag – maar de snelheid waarmee de beweging tot nu toe optreedt is teleurstellend. Het overschot op de lopende rekening is afgenomen van \$ 131 mrd in 1993 tot \$ 129 mrd in 1994. De ontwikkeling van het overschot op de lopende rekening is overigens met een eenvoudige vuistregel te voorspellen. In de regel leidt een appreciatie van de yen met 20% anderhalf jaar later

Figuur 2a. S&P 500-index in de jaren dertig



Figuur 2b. De Nikkei-index in de jaren negentig



tot een daling van het overschot op de lopende rekening met 1% van het bbp op jaarbasis. Het overschot op de lopende rekening bedroeg in 1994 2,3% van het bbp. Afgaande op de 16% appreciatie die de yen de afgelopen anderhalf jaar gemiddeld genomen reeds heeft ondergaan (zie figuur 3) zou de yen nog eens zo'n 20% tot 25% moeten appreciëren om het overschot op de lopende rekening tot nul terug te brengen!

De taak van de overheid

Om het negatieve effect van hogere importgroei op de economische groei te compenseren zou de overheid de economie moeten stimuleren. Een daling van de lopende rekening met een vol procentpunt van het bbp betekent, ervan uitgaande dat dit voornamelijk in de sfeer van handelsstromen zal plaatsvinden, dat de importgroei 15 tot 20 procentpunt hoger moet liggen dan de exportgroei, of zo'n 5 biljoen yen. Als we bedenken dat de Japanse regering vorige week bekend maakte dat de extra stimulans 2,7 biljoen yen zal bedragen is de te-

leurstelling over het stimuleringspakket dat al op Goede Vrijdag werd aangekondigd goed te begrijpen.

Daarnaast schort er het nodige aan het monetaire beleid. Hoewel het disconto op het historisch lage niveau van 1% staat valt de Bank of Japan het nodige te verwijten. Modelberekeningen, op basis van het Oxford Economic Forecasting Model, wijzen uit dat een appreciatie van de Japanse yen met 15% gelijk gesteld kan worden met een renteverhoging met twee procentpunt. Met andere woorden om de monetaire verkrapting die resulteert uit de appreciatie van de yen ongedaan te maken had de Bank of Japan veel meer moeten doen dan de 0,75 procentpunt verlaging, die men op goede Vrijdag doorvoerde. Men zou zelfs kunnen beweren dat gedurende de periode van renteverlaging van december 1990 tot heden de monetaire omstandigheden helemaal niet verruimd zijn. Tegenover de daling van de geldmarktrente met zo'n zeven procentpunt staat een appreciatie van de Japanse yen met bijna 84%. Ook de trage geldgroei en de zo goed als drie jaar lang afwezige groei in de kredietverlening duiden erop dat er vanuit de monetaire kant bij de huidige verhoudingen geen stimulans naar de economie uitgaat.

Conclusie

De Japanse economie lijkt gevangene van de onwil in de politiek, het hoge overschot op de lopende rekening en de sterke yen. Zoals het er nu naar uitziet lijkt Japan de slag te missen in de huidige conjuncturele groeifase. Waar de Verenigde Staten vorig jaar met

4,1% groeide, Europa 2,5% vooruitgang boekte en in Zuidoost Azië de groeipercentages tussen de 7% en 12% beliepen moest Japan het doen met een magere 0,5%. De kans is groot dat de Japanse economie dit jaar een niet veel hoger groeipercentage zal laten zien als de overheid niet meer doet dan ze tot nu gedaan heeft. Maar de Japanse politiek lijkt meer gepreoccupeerd met de politieke machtsstrijd dan met de economie, sinds in 1993 de almacht van de liberaal-democratische partij ten einde kwam en politieke hervormingen op gang zijn gekomen. In de afgelopen week waren de speculaties over een mogelijk aftreden van de sociaal-democratische premier Muruyama niet van de lucht, omdat de Liberaal-Democratische Partij weer mogelijkheden ziet om het premierschap naar zich toe te trekken.

De recente verzwakking van de yen van 83 yen voor een dollar naar 87 yen voor een dollar is er dan ook geen teken van dat we dichterbij een oplossing zijn gekomen. De waardedaling van de yen ten opzichte van de dollar wordt enerzijds gezien als een weerspiegeling van het gegeven dat niet alleen de groeivoorzichten van de Amerikaanse economie vermindert zijn, maar dat ook de Japanse economie een onzekere toekomst tegemoet gaat. Anderzijds is de waardedaling een gevolg van de aangekondigde sancties van de Verenigde Staten op de handel met Japan. De importheffingen zullen op zichzelf leiden tot een afname van het overschot op de lopende rekening, waardoor de yen minder hoeft te appreciëren, zo is de redenering. Overigens is ook de huidige yen-dollar-koers nog te sterk voor het exporterende bedrijfsleven om winstgevend te kunnen opereren. Met andere woorden, om een verbetering van het economische klimaat – en daarmee het beursklimaat – te bewerkstelligen moet of de overheid meer stimuleren of de yen drastisch verzwakken. Mocht dit allebei niet gebeuren, dan zal de Japanse economie eerst de pijnlijke langdurige correctie van het overschot op de lopende rekening moeten ondergaan.

Marcel Blom

Figuur 3. Appreciatie van de dollar t.o.v. de yen (% joj, anderhalf jaar vooruitgeschoven) en de verandering in het saldo op de lopende rekening in Japan als percentage van het bbp (geannualiseerd)

