

Japanse zorgen

Na vijf jaar van bijna ononderbroken koersstijging is de Japanse beurs de afgelopen weken in korte tijd flink gedaald. De beurs heeft het de afgelopen jaren uitzonderlijk goed gedaan en doorstond de 'krach' van oktober 1987 en de mini-crash van oktober 1989 veel beter dan Wall Street of de Europese beurzen. Eind vorig jaar leken de vooruitzichten nog goed en sloot de beurs het jaar af met een flinke stijging. Dit jaar gaat het echter aanzienlijk minder goed. Het koersniveau is intussen bijna 20% onder dat van eind vorig jaar beland. Opvallend is dat de Amerikaanse en Europese beurzen vrij ongevoelig zijn voor wat in Tokyo gebeurt en sinds kort weer in redelijk goede doen zijn. De beurs van Tokyo mag dan qua marktkapitalisatie de grootste ter wereld zijn, richtinggevend voor de internationale markten is zij nog niet. De aanleiding voor de koersdaling moet dan ook in binnenlandse omstandigheden worden gezocht.

Indirect waren de op 18 februari gehouden verkiezingen de aanleiding voor de plotselinge vrees voor renteverhoging. Men verwachtte dat de Bank of Japan na de verkiezingen de gelegenheid zou krijgen om het disconto te verhogen. De centrale bank wil na eerdere verhogingen vorig jaar opnieuw dit instrument inzetten om het oplopen van de inflatie tegen te gaan en de koers van de yen te steunen. Vooralsnog is de renteverhoging onder druk van het Ministerie van Financiën uitgebleven. Daar maakt men zich meer zorgen om het negatieve effect van een verdere renteverhoging op de reële economie.

De oplopende inflatie kan men zien als een onvermijdelijk gevolg van het succesvolle macro-economische beleid van de afgelopen jaren. De overheidsfinanciën zijn gesaneerd, de werkloosheid is minimaal, de economische groei is zeer behoorlijk en de handelsbalans vertoont een teruglopend, maar nog steeds zeer omvangrijk, overschot. De sterke appreciatie van de yen vanaf 1985 zette de uitvoer onder druk wat tijdelijk tot een lagere groei leidde. Gesteund door een ruim fiscaal en monetair beleid zorgde de binnenlandse vraag echter voor een spoedig herstel van de economische groei. De conjuncturele vooruitzichten voor de Japanse economie blijven goed. De OESO verwacht dat de reële groei van het bnp in 1990 en 1991 tussen de 4 en 5% zal bedragen¹. De werkloosheid zal voor Westeuropese begrippen ongekend laag blijven (2,3%). De keerzijde hiervan is wel dat de krapte op de arbeidsmarkt tot hogere lonen leidt. Daarbij komt dat de zwakkere yen en de gestegen olieprijs het invoerprijspeil verhogen. De vrees voor een aantrekkende inflatie is dan ook niet geheel ongegrond.

De wisselkoersontwikkeling van de laatste jaren heeft belangrijke gevolgen gehad voor de externe positie van Japan. Na enige vertraging werkte de appreciatie van de yen door in de reële handelsstromen. Het overschot op de lopende rekening is gedaald van meer dan 4% van het bnp in 1986 tot 2,2% in de eerste helft van 1989. De invoer is flink gestegen, terwijl de groei van de uitvoer is afgenomen. Voorts hebben omvangrijke directe investeringen gezorgd voor de opbouw van productiecapaciteit in het buitenland. Productie in afzetmarkten zelf treedt aldus in de plaats van uitvoer. Ondanks deze gunstige ontwikkelingen dreigt het externe aanpassingsproces echter tot staan te komen in 1990 en 1991. De yen bereikte in 1988 een hoogtepunt met een

yen/dollarkoers van 121. Vanaf begin 1989 daalde de wisselkoers echter vrij snel tot een niveau van rond 150 medio 1989. De zwakkere yen kan een nieuwe impuls geven aan de uitvoer. Tegelijkertijd remmen de hogere invoerprijzen de groei van de invoer af. Daarnaast zorgen de toenemende kapitaalopbrengsten, die Japan als grootste crediteurenland ter wereld geniet, voor opwaartse druk op het overschot op de lopende rekening. De netto kapitaalopbrengsten zullen tussen 1989 en 1991 naar verwachting met 27% per jaar stijgen tot \$ 34 mrd. Deze stijging is het gevolg van de enorme kapitaaluitvoer gedurende de laatste jaren en wordt gunstig beïnvloed door de huidige mondiale rentestijging.

Het is juist de mogelijkheid van een stagnerend extern aanpassingsproces die de relatie van Japan met de VS kan schaden. Op handelsgebied is er geen sprake van ontspanning tussen de VS en Japan. De Amerikaanse stemming is meer en meer anti-Japans aan het worden. Het Amerikaanse bedrijfsleven voelt zich in toenemende mate bedreigd door de Japanse concurrenten. Voor een deel is dit het gevolg van het Amerikaanse onvermogen om in Japan een voet aan de grond te krijgen, terwijl tegelijkertijd Japanse ondernemingen kunnen profiteren van de liberale Amerikaanse handelspolitiek. De VS blijven daarom druk uitoefenen op Japan om meer te doen aan het openstellen van de binnenlandse markt voor buitenlandse concurrenten. Het Japanse weerwoord luidt dat afgezien van enkele specifieke segmenten, zoals de bouw en de markt voor landbouwproducten en telecommunicatie, geen bewust protectionistisch beleid wordt gevoerd. Eerder zijn het de talrijke informele belemmeringen, zoals de complexiteit van het Japanse distributiesysteem en het belang dat gehecht wordt aan bestaande langdurige relaties tussen producenten en afnemers, die succesvolle penetratie van buitenlandse ondernemingen op de Japanse markt in de weg staan. Druk op Japan om zijn markten meer open te stellen zal dan ook weinig helpen om het Amerikaanse handelstekort terug te dringen. Zolang de Amerikaanse overheid en consument geen voorbeeld nemen aan de Japanse spaarzin, zal het handelstekort een probleem blijven.

De al jaren voortslepende handelsconflicten met de VS hebben de afgelopen maanden veel aandacht getrokken. De intensiteit zal dit jaar met verkiezingen voor het Amerikaanse Congres in november voor de boeg nog kunnen toenemen. Een scherper wordende protectionistische houding in Amerika vormt een grote bedreiging voor Japan. De Amerikaanse afhankelijkheid van het Japanse kapitaal voor de financiering van het federale begrotingstekort is echter te groot geworden om ongestraft vergeldende maatregelen te nemen. Een escalatie van het conflict ligt daarom niet voor de hand. Aannemelijker is dat de 'oplossing' gezocht wordt in druk op Japan om te zorgen dat de yen weer gaat appreciëren. Een gunstig aspect daarvan voor Japan is dat een sterkere yen bijdraagt aan het beheersen van de inflatie. Zo kan de dreiging van Amerikaanse sancties helpen de Japanse economie op koers te houden.

A.J. Wolters

1. *Economic Outlook*, nr. 46, OESO, Parijs, 1989 en *Japan, economic survey*, OESO, Parijs, 1989.