

Recessie in Japan

Ondanks de aanhoudend slechte conjunctuur, lijkt de noodzaak voor rigoreuze structurele aanpassingen niet aanwezig. De erfenis van de financiële luchtbel wordt gestaag verwerkt, terwijl het systeem van levenslange werkgelegenheid onverwacht flexibel blijkt te zijn.

Ondanks de massieve maatregelen van de Japanse overheid en de Bank van Japan verdiept de Japanse recessie zich. Het conjunctuurpessimisme neemt zelfs alleen maar toe. Er zijn nauwelijks indicaties die wijzen op een afvlakking van de economische vertraging, laat staan op een herstel. Eventuele nieuwe stimuleringsmaatregelen van de Japanse regering lijken bij voorbaat al onvoldoende.

Hieronder zal de stand van zaken in de Japanse economie in beeld worden gebracht. Onderzocht zal worden of de neerwaartse beweging van de conjunctuurgolf spoedig zal om buigen, enige tijd zal aanhouden, of zelfs gedurende een langere termijn zal voortduren vanwege noodzakelijke aanpassingen in de economische structuur van Japan.

Conjunctuur in mineur

De Japanse economie heeft een forse afkoeling ondergaan. De jaar-op-jaar groei van het bnp was weliswaar nog positief in het derde kwartaal van vorig jaar (0,4%), maar de afkoeling van een niveau van 6% tijdens het tweede kwartaal van 1990 is toch zeer fors te noemen. Figuur 1 toont de neergang van de economische activiteit in Japan. Vanaf de piek is de industriële productie inmiddels gekelder met bijna 15%. Aan het begin van 1993 gloorde even een conjunctuurherstel, maar inmiddels verkeert Japan duidelijk in de tweede 'dip'.

Pessimisme ten aanzien van een spoedig herstel kan worden verklaard uit het verloop van de productiecycli. De uitschakeling van de productie is weliswaar fors geweest, maar de verslechtering van de orders eveneens. Hierdoor zijn de ondernemers er nog altijd niet in geslaagd het voorraadvolume te reduceren tot meer normale proporties. De ratio tussen voorraden en orders (figuur 1) is daar-

door nog zeer hoog. Een overtuigend productieherstel zal niet kunnen optreden voordat deze ratio een meer normale waarde vertoont. Ook een investeringsherstel op korte termijn lijkt weinig aannemelijk. De bezettingsgraad is immers fors gedaald en de bedrijfswinsten liggen momenteel bijna 40% lager dan begin 1990.

Consumentenvertrouwen

De consument vertoont weinig animo om meer te besteden. Debet hieraan was in eerste instantie het doorprikken van de financiële luchtbel in 1989. De Nikkei-aandelenindex is van een top van bijna 40.000 ineengezakt tot een minimum van 13.309 medio 1992. Daarbij komt dat ook de scherpe stijging van de grondprijzen tezelfdertijd werd doorbroken. De consument ziet zich hierdoor geconfronteerd met pijnlijke vermogensverliezen.

Daaraan kan worden toegevoegd dat ook het Japanse bankwezen getroffen werd door de daling van de aandelen- en grondprijzen. Niet alleen verslechterde hierdoor de bancaire solvabiliteit in rap tempo, ook nam de problematiek van de oninbare leningen grotere vormen aan. Dit leidde bijna tot een zogeheten 'credit

crunch'. De consumenten konden het via vermogensverliezen verminderde beschikbare inkomen zodoende minder gemakkelijk verhogen via het aangaan van nieuwe leningen.

Sinds medio 1992 lijkt deze problematiek te zijn verminderd. De banken stellen zich minder restrictief op en de Nikkei-index was lange tijd redelijk stabiel. De bereidheid tot consumptie werd echter niet groter. De scherpe groeivertraging kreeg namelijk vat op de arbeidsmarkt. De onzekerheid en inkomensaantasting die hieruit voortvloeide, leidde tot een verdere uitholling van het consumentenvertrouwen.

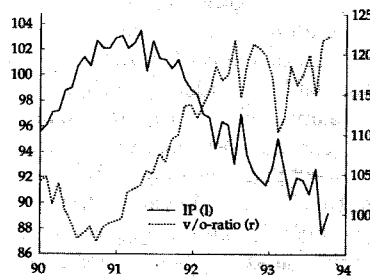
Arbeidsmarkt in greep van recessie

Tot medio 1992 bleef de werkloosheidsgraad op het lage niveau van 2%. Daarna is het tij gekeerd en is de werkloosheid aan een geleidelijke opmars begonnen tot inmiddels 2,8%.

Volgens internationale maatstaven blijft een werkloosheidsgraad van minder dan 3% uitzonderlijk, zeker gezien de stand van de conjunctuur. De verklaring is enerzijds te vinden in de definitie, die een onderschatting van de feitelijke werkloosheid geeft. Zo laten veel werkzoekende vrouwen zich niet registreren als werkloos. Belangrijker is het systeem van 'life time employment', dat de Japanse arbeidsmarkt lijkt te verstarren.

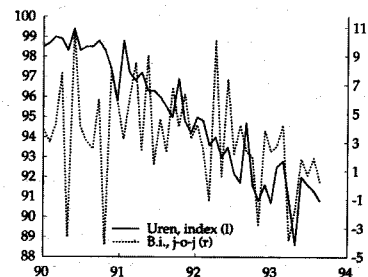
Toch is de arbeidsmarkt minder star dan op het eerste gezicht lijkt. Flexibiliteit blijkt vooral uit de ontwikkeling van het aantal gewerkte uren. Ten opzichte van eind 1990 is het aantal gewerkte uren (en overuren) fors gedaald (zie figuur 2). Bovendien kan worden gesteld dat de Japanse loonvorming flexibel is. Terwijl de lonen begin 1991 nog toenamen met bijna 5,5% jaar op jaar, kwam

Figuur 1. Industriële productie (index) en voorraad/orders-ratio



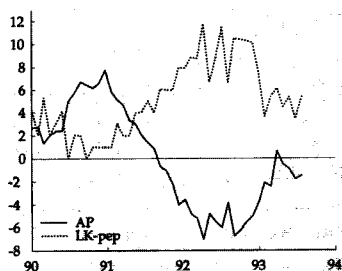
Bron: Datastream

Figuur 2. Gewerkte uren (index) en beschikbaar inkomen (% j-o-j)



Bron: Datastream

Figuur 3. Arbeidsproductiviteit en loonkosten p.e.p. (% , j-o-j)



Bron: Datastream

eind 1992 de inkomensgroei tot stilstand. Ook de uitgekeerde bonussen zijn aan erosie onderhevig geweest. Uit figuur 2 valt af te lezen dat de groei van het beschikbare inkomen inmiddels een halt is toegeroepen.

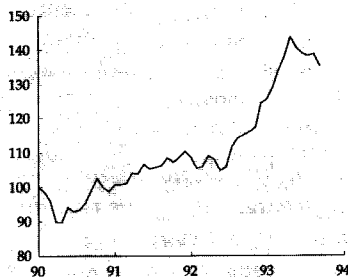
Het systeem van levenslange werkgelegenheid is niettemin kostbaar. Doordat de arbeidsmarkt te traag reageerde op de groeivertraging, stegen de loonkosten per eenheid produkt fors en daalde de arbeidsproductiviteit zeer scherp (zie figuur 3). Blijkbaar was de arbeidsuitstoot onvoldoende in relatie tot de daling van de produktie.

Met de oplopende werkloosheid, het dalen van het aantal gewerkte uren en het matigen van het loonstijgingstempo lijkt het tij evenwel te keren. De scherpe daling van de arbeidsproductiviteit is een halt toegevoerd en de stijging van de loonkosten is verminderd. Wanneer de nominale loonstijging gelijk opgaat met de stijging van de arbeidsproductiviteit, zullen de winsten niet langer onder druk staan van de factor arbeid.

Wegebbende inflatie

Onder invloed van de economische groeivertraging is de inflatie tot een zeer laag niveau teruggevallen (0,9% j-o-j in november). Wegens de aanhoudend zwakke conjunctuur lijkt een verdere daling in het verschiet te liggen. Daarbij komt dat de importprijzen zeer fors dalen. De daling, die optrad sinds januari dit jaar, staat op het conto van de opmars van de Japanse yen tegenover de Amerikaanse dollar en de munten van het EMS (figuur 4). Bovendien wordt er gewerkt aan dereguleringsvoorstellen, die moeten leiden tot meer prijsconcurrentie in de afgeschermden 'non traded goods'-sector. Ook van deze

Figuur 4. Effectieve wisselkoers Japanse yen (index, jan. 1990 = 100)



Bron: Datastream

maatregelen wordt een deflationaire werking verwacht.

Betalingsbalans in beweging

Ten gevolge van de recessie is de Japanse lopende rekening uit evenwicht geraakt. Terwijl de export nog enigszins groeide, leidde de daling van de binnenlandse vraag tot een afname van de importquote van ruim 16% medio 1990 tot slechts 14% nu.

In figuur 5 is te zien dat sinds begin 1991 de lopende rekening steeds hogere overschotten boekte. Vooral voor de Amerikanen vormde deze ontwikkeling een doorn in het oog. Vlak na zijn aantreden trachtte president Clinton hier een oplossing voor te forceren via valutaire maatregelen. Meerdere uitspraken leidden ertoe dat de Japanse yen onder forse appreciatiedruk kwam. In korte tijd apprecieerde de yen van 125 per dollar tot bijna 100. De appreciatie leidde echter in eerste instantie tot nog hogere handelsoverschotten. De oorzaak hiervan is gelegen in het optreden van het zogeheten J-curve effect, hetgeen inhoudt dat volumina relatief traag reageren op prijsmutaties.

Inmiddels lijkt het J-curve effect te zijn uitgewerkt. Sinds medio 1993 heeft de appreciatie zelfs een zeer forse invloed op de ontwikkeling van import- en exportvolumina. Met de recente toename van de import en afname van de export lijkt het mogelijk te zijn dat het handelsoverschot tot meer aanvaardbare proporties wordt teruggebracht. De conjunctuur van Japan wordt er evenwel niet mee geholpen. De aanbodzijde van de Japanse economie worstelt immers reeds met de binnenlandse vraagrecessie en de door de geapprecieerde yen veroorzaakte daling van de exportvraag komt zodoende bijzonder ongelegen

(de 'double dip' is grotendeels door de opmars van de yen veroorzaakt). Dit besef is ook tot de Amerikanen doorgedrongen en zij hebben toegestaan dat de yen in dollartermen recent aan waarde heeft ingeboet.

Van belang voor de toekomstige waarde van de Japanse yen is ook hoe het kapitaalverkeer zich ontwikkelt (figuur 5). Hier doet zich vooral het gevaar voor van hernieuwde repatriëring van Japans kapitaal. In dat geval zal de kapitaalrekening onvoldoende compensatie bieden voor het overschot in het lopende verkeer. Dit zou aanhoudende opwaartse druk op de Japanse yen impliceren, hetgeen een gevaar voor de conjunctuur inhoudt. Op korte termijn ligt een verzwakte dollarwaarde van de yen (richting de 115) echter meer in lijn der verwachtingen.

Keynesiaans recept onvoldoende

De Bank van Japan is in reactie op de conjuncturele afkoeling overgegaan tot een scherpe monetaire versoepeling. Het officiële discontotarief is vanaf medio 1991 geleidelijk teruggebracht van 6% tot het historisch lage niveau van 1,75%. De korte rente is hierdoor meegezogen tot momenteel slechts 1,9%. Ook de lange rente is mede onder invloed van de conjuncturele afkoeling en de wegebbende inflatie gedaald tot dicht bij de 3%.

Over de effectiviteit van de forse monetaire versoepeling is nog weinig duidelijk. De conjunctuur is niet aanzwengeld en zelfs de liquiditeitsgroei is uiterst beperkt. De groei van het monetaire aggregaat (M2+CD) is weliswaar positief, maar in vergelijking tot de voorgaande periode is een jaar-op-jaar groei van 1,5% nauwelijks substantieel te noemen. Ook de groei van de commerciële leningen blijft bedrukt. Daar komt nog bij dat een groot deel van de toename van de liquiditeitsmassa verklaard kan worden uit de extra vraag die voortvloeit uit de implementatie van de budgettaire stimuleringspakketten.

De Japanse overheid had vanzelfsprekend gehoopt dat de monetaire versoepeling en de implementatie van de verschillende Keynesiaanse stimuleringspakketten zouden uitstralen op de particuliere sector. Naast omvangrijke publieke werken bestonden de budgettaire pakketten immers ook uit goedkope leningen voor het midden- en kleinbedrijf om de investeringsneiging aan te zwengelen. De

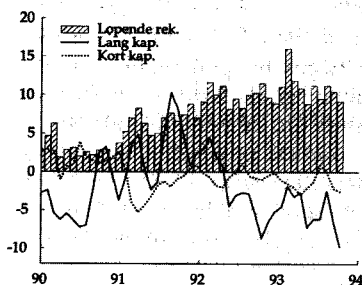
sterk verhoogde groei van de overheidsinvesteringen kan evenwel niet verhinderen dat de zeer scherpe daling van de particuliere investeringen het niveau van de totaliteit meetrekt (zie figuur 6). De bedrijfsinvesteringquote is inmiddels gedaald tot 18,8%, terwijl tijdens het 'post-bubble'-jaar 1991 nog een hoogtepunt van 22% werd gerealiseerd.

Dat de stimuleringspakketten van de overheid weinig uitstralingseffecten sorteren, blijkt ook uit de ontwikkeling van de nieuwe orders in de bouw. Terwijl toch de kern van de overheidsmaatregelen bestaat uit het naar voren halen c.q. extra ter hand nemen van publieke werken, nemen de nieuwe orders in de bouw sinds 1990 trendmatig af. Alleen de woningmarkt vertoont enige dynamiek. De fors gedaalde rente draagt bij aan de stijging van het aantal nieuw in aanbouw genomen woningen.

Moet Japan herstructureren?

Zoals hierboven is gebleken vertoont de Japanse conjunctuur vrijwel geen enkel teken van herstel en slagen de Japanse beleidsmakers er vooralsnog niet in de negatieve conjunctuurtrend te doorbreken. De recessie zoals die zich nu voordoet, wijkt af van die van begin 1970 en begin 1980. Beide recessies waren qua omvang wel te vergelijken met de huidige, maar de duur van de huidige recessie overtreft die van de twee vorige. Bovendien lijkt het eind nog niet nabij. Het conjunctuurpessimisme leidt hierdoor tot structuurpessimisme. De vraag kan worden gesteld of het Japanse politieke, sociale en economische bestel moet worden geherstructureerd voordat een conjunctuurherstel zich voor zal kunnen doen.

Figuur 5. Saldi betalingsbalans (mrd \$)



Bron: Datastream

Financiële posities

Dit lijkt vooralsnog weinig aannemelijk. Wel is het zo dat de neergaande conjunctuur zelf reeds leidt tot een aanpassing van de structuur. De financiële luchtbel die midden jaren tachtig de Japanse economie uit het lood bracht, lijkt inmiddels te zijn verdwenen. De aandelenkoersen zijn weliswaar niet stabiel, maar staan niet meer geheel los van de ontwikkeling van de onderliggende fundamentele waarden. De grondprijzen lijken eveneens de grootste daling achter de rug te hebben.

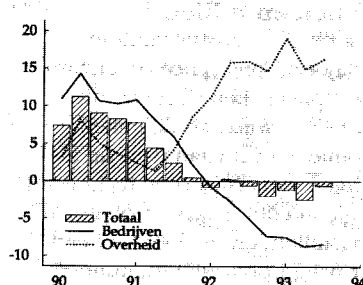
Tot de positieve structurele kenmerken van de Japanse economie behoren de niet te hoge bruto-staatsschuldquote (65%) en de gezonde staat van de overheidsfinanciën. De consument heeft weliswaar een hoge bruto-schuldquote van ongeveer 80%, maar de lage rentelasten van gemiddeld 3% (VS: 7%) zorgen voor een geringe schuldendienst. Ook de particuliere spaarquote ligt internationaal gezien hoog. Ten opzichte van het buitenland is Japan zelfs een netto crediteur.

Een structurele zwakte betreft de positie van het Japanse bankwezen. De bancaire solvabiliteit voldoet weliswaar aan de internationale standaard, maar het afschrijven van slechte leningen zal nog de nodige tijd vergen. Hierdoor kan het aantal faillissementen hoog blijven en zal de houding van de banken inzake kredietverlening niet snel verruimen.

Investerings

De veel te hoge investeringsquote uit de luchtbel-periode lijkt reeds voor een groot deel naar een meer aanvaardbare waarde te zijn teruggebracht. Een verdere terugval is niet uitgesloten, maar een structureel fors lager investeringsniveau ligt niet in

Figuur 6. Investerings (% j-o-j)



Bron: Datastream

de lijn der verwachtingen. In de tweede helft van de jaren negentig zal de arbeidsmarkt weer kunnen verkrappen. De aankomende vergrijzing van de Japanse bevolking zal hiervoor zorgdragen. Dit houdt de noodzaak hoog om een relatief arbeidsextensief productieproces te blijven nastreven, en vraagt dus om een hoge investeringsinspanning. De sterk geapprecieerde Japanse yen maakt het overigens aantrekkelijk om buitenslands te investeren. Dit kan ten koste gaan van de binnenlandse investeringen.

Arbeidsmarkt

Het besef van een aanstaande arbeidschaarste zal leiden tot de instandhouding van de basisprincipes van het systeem van levenslange werkgelegenheid. Ondanks de aanwezigheid van dit systeem blijkt de Japanse arbeidsmarkt immers redelijk flexibel (in beloning en werktijd) te zijn. Daarbij komt dat een tijdelijk gevoelige versoepeling van het arbeidssysteem niet hoeft te leiden tot een definitieve afschaffing ervan. Tot nog toe heeft het systeem van levenslange werkgelegenheid de sociale gevolgen van een verslechterde conjunctuur juist opgevangen. Anders dan in Europa en in de VS is in Japan de werkloosheid geen substantieel probleem.

Politiek

De politieke constellatie is wel onderhevig aan een meer structurele hervorming. Onlangs is de Japanse éénpartij-hegemonie doorbroken en vervangen door een meerpartijen-coalitie die streeft naar hervorming van het door corruptie geplaagde politieke systeem. De regering-Hosokawa heeft reeds enkele successen geboekt, maar heeft duidelijk moeite om de gelederen gesloten te houden.

Conjunctuurbeleid

Deze verdeeldheid breekt haar op in haar huidige strijd met het conservatieve ministerie van Financiën. Ondanks de additionele stimuleringsmaatregelen is per saldo de budgettaire stimulering gering. De stimuleringspakketten worden namelijk geplaatst op uiterst behoudende basisbegrotingen. Al met al lijkt Japan in 1993 niet eens een financieringsstekort te gaan boeken. Internationaal gezien is het budgettaire beleid van Japan zonder meer als restrictief te betitelen.

Economische betrekkingen

Zonder meer een positieve structurele factor voor Japan is de regionale ligging. Momenteel ontpoppen China en de Aziatische tijgers zich als de economisch meest dynamische regio van de wereld. Japan zal hier zeker van weten te profiteren. Wel zal de VS en Europa van Japan blijven verlangen dat er structurele maatregelen worden genomen om het overschot op de lopende rekening in te dammen. Een overwaardering van de yen lijkt niet voldoende te zijn. De toegankelijkheid van de Japanse markt voor het buitenland blijft daarom een belangrijke kwestie. Dit vereist verdergaande liberalisatie en deregulering, hetgeen op lange termijn niet negatief voor het economisch groeipotentieel lijkt te zijn.

Conclusie en vooruitzichten

Zoals hierboven geschetst, is het algemene conjunctuurbeeld van Japan uiterst somber. Van alle gepresenteerde indicatoren vertoont alleen de woningbouw enige dynamiek. Op korte termijn zal er dan ook geen conjunctuurherstel optreden. Tot medio 1994 zal de economische groei op een laag pitje blijven, de stimuleringspakketten ten spijt.

Toch lijkt van een volledige, schoksgewijze herstructurering van de Japanse economie geen sprake te zijn. Het leeg laten lopen van de financiële luchtbel na 1989 heeft serieuze consequenties gehad dan eerder verwacht, maar de ergste pijn lijkt te zijn geleden. Wel zal het Japanse bankwezen een oplossing moeten vinden voor het probleem van de slechte leningen en zal de arbeidsmarkt verder verruimen. Het 'life time employment system' lijkt niet te hoeven worden afgeschaft, aangezien de arbeidsmarkt de sterk afgekoelde economische groei verassend goed opvangt. Bovendien kan de uitstekende regionale ligging een conjunctuurherstel in Japan bespoedigen.

Dit positieve structuurbeeld zou een meer expansieve houding van het uiterst conservatieve ministerie van Financiën rechtvaardigen, hetgeen een economisch herstel dichterbij zou brengen.

Gerlof de Vrij

De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van de ABN-Amro Bank.