

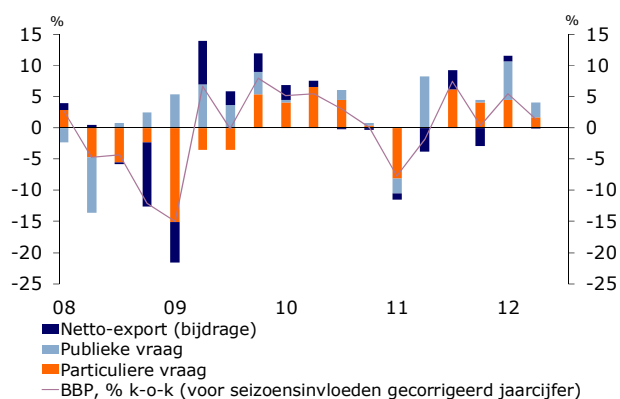
Japan

Impuls wederopbouw zwakt af

De Japanse groei houdt aan, maar verloopt na een groeispurt in het eerste kwartaal de rest van het jaar en volgend jaar waarschijnlijk aanmerkelijk trager. Parlementariërs zijn aarzelend overeengekomen het begrotingsbeleid aan te

scherpen. Maar tot dit wordt doorgevoerd, blijven de Japanse overheidsfinanciën een risicofactor voor de economie.

Figuur 1: BBP-cijfers Japan



Bron: Bloomberg

Overheidsbestedingen schragen groei...

In het tweede kwartaal van 2012 bleef de economie groeien, zij het beduidend trager dan in het eerste. Kijkend naar het pad van de economie in het eerste halfjaar achten we de voortzetting van de groei uit het eerste kwartaal (1,3% k-o-k) onrealistisch hoog gezien de uitdagingen voor de Japanse economie op de middellange termijn. Een realistischer scenario voor het tweede halfjaar is volgens ons voortzetting van de groei uit het tweede kwartaal (0,3% k-o-k). Voor heel 2012 verwachten we

dat de economie ten opzichte van 2011 met 2,6% groeit. Dit vormt een opwaartse bijstelling van onze eerdere prognose (2% op jaarbasis), aangewakkerd door de groei in overheidsbestedingen die sterker was dan verwacht. De overheidsconsumptie bleef gestaag toenemen. Zij steeg in 14 van de afgelopen 15 kwartalen. De regering ontwijkt het doorvoeren van politiek impopulaire bezuinigingen op dit vlak. De combinatie met stijgende investeringsuitgaven laat zien dat de Japanse overheid moeite heeft de begroting op orde te krijgen.

... maar moeten zo spoedig mogelijk worden teruggedraaid

Het begrotingstekort lijkt dit jaar tot meer dan 9% van het BBP op te lopen en de *bruto* staatsschuld tot 230% van het BBP. Het gevolg is dat de noodzaak tot begrotingsconsolidatie zich ieder jaar meer opdringt. Om niet al te sensatiebelust te klinken, wijzen we erop dat de *netto* staatsschuld van Japan met circa 135% van het BBP significant lager is. Ook biedt het hoge niveau van de binnenlandse besparingen een stabiele beschikbaarheid van middelen om de staatsschuld te financieren. Begrotingsconsolidatie is daarmee in Japan minder urgent dan in bijvoorbeeld delen van Europa. Maar door de vergrijzing en de daarmee gepaard gaande afnemende spaarquote, kan Japan niet oneindig doorgaan met het aanhouden van dergelijke enorme begrotingstekorten. Qua verkrappingsbeleid is er voorzichtig vooruitgang geboekt doordat een controversieel wetsvoorstel is aangenomen om de BTW tot 2015 landelijk van 5% naar 10% te laten stijgen. Aldus genereert de Japanse overheid de komende jaren hogere begrotingsinkomsten. Maar de binnenlandse politieke beslommingen hebben hun stempel op dit beleid gedrukt: het voorstel vermeldt dat de regering "de economie holistisch bekijkt en passende maatregelen zal nemen, waaronder mogelijk

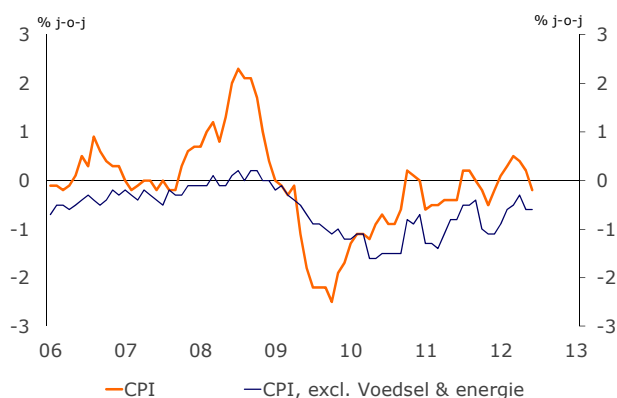
Japan

het opschorten van de uitvoering.” De uitkomst is dus dat als de economie zwak is (en dat is waarschijnlijk het geval) de regering de belastingverhoging wellicht niet zal doorvoeren. Op de goederenhandelsbalans blijft de impact zichtbaar van de onderbrekingen door de aardbeving van begin vorig jaar in combinatie met de aanhoudend slappe wereldwijde vraag. Ook in juli was er een tekort op de handelsbalans (de zeventiende maand op rij). Het tekort is beduidend groter dan tijdens de Grote Recessie van 2008-2009. De lopende rekening vertoont nog altijd een gezond overschot dankzij de aanhoudende inkomstenstroom uit de opgebouwde buitenlandse bezittingen, een erfenis van eerdere handelsoverschotten die het tekort op de goederenhandelsbalans ruimschoots compenseert. Het overschot op de lopende rekening weerspiegelt de hoge binnenlandse besparingen. Deze laatste slinken echter sinds hun hoogtepunt in 2008 en gezien de vergrijzing in Japan zal dit de komende jaren waarschijnlijk aanhouden.

Japanse centrale bank blijft actief

De inflatie geeft met vijf positieve realisaties op rij tegenstrijdige signalen af. Het staat in contrast met de meerjarige periode van deflatie die begin 2009 aanving. De Japanse centrale bank blijft onbewogen onder de terugkeer van positieve inflatie, aangezien dit het gevolg is van gestegen grondstofprijzen (met name energieprijzen) die het consumentenprijsindex (CPI)-mandje verder omhoogstuwden. De kern-CPI (een meting exclusief voedsel- en energieprijzen) laat zien dat de deflatie voor de 42^e maand op rij voortduurt. De totale CPI maakte onlangs weer een negatieve draai nu de lagere grondstofprijzen doorsijpelen en het algemene beeld is dat de deflatie doorzet. Voor wat betreft de cruciale beleidsrente houden we vast aan onze verwachting dat deze de komende tijd stabiel wordt gehouden op 0,00 – 0,10%. De Japanse centrale bank zal zich op niet-conventionele maatregelen blijven richten om de economie te ondersteunen. We hebben al herhaaldelijk gezien dat dergelijke middelen weinig uithalen. Onze verwachting dat de economie in 2013 een stuk langzamer groeit dan in 2012 blijft dan ook staan.

Figuur 2: CPI-grafiek



Bron: Bloomberg

Adrian Foster
Adrian.Foster@rabobank.com

Tabel 1: Kerngegevens Japan

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	-0,7	2¼	1
Particuliere consumptie	0,1	2¼	1¼
Overheidsconsumptie	1,9	1½	½
Investeringen	0,7	2½	1
Uitvoer goederen en diensten	-0,1	4½	6¼
Invoer goederen en diensten	6,3	7	6
Consumentenprijzen	-0,3	¼	½
Werkloosheid (%)	4,6	4½	4

Bron: Reuters EcoWin