

Japan

Een heel ander verhaal

De Sendai aardbeving en tsunami van 11 maart en de nog immer onbezwoeren nucleaire crisis hebben de dynamiek van de Japanse economie volledig veranderd. Op korte termijn zal het productieverlies als gevolg van de aardbeving geleidelijk worden gecompenseerd door de wederopbouwstimulans. Op langere termijn concentreren de uitdagingen zich op de onhoudbare overheidsfinanciën en de mogelijke omschakeling van nucleaire naar geïmporteerde energie.

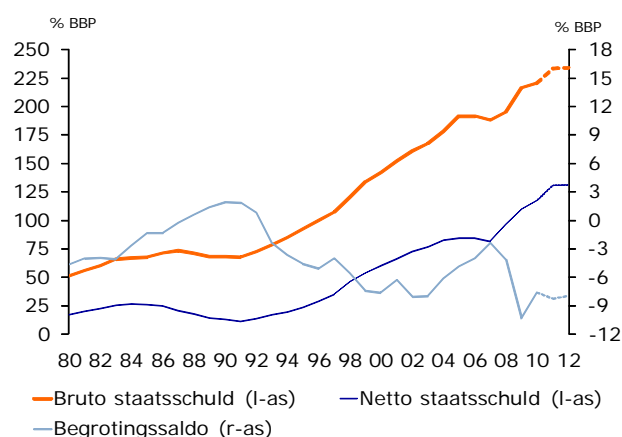
178 maal sterker dan de aardbeving in Kobe in 1995

De Sendai aardbeving was met een kracht van 9,0 op de schaal van Richter 178 maal sterker dan de Kobe aardbeving in 1995. Bovendien volgde een krachtige tsunami, die een kustgebied van circa 400 km² verwoestte. Naar schatting 30.000 mensen verloren het leven, terwijl grote schade werd toegebracht aan de productiecapaciteit en het elektriciteitsnetwerk (officiële schatting USD 235 miljard, ofwel 4,1%-BBP). De schade wordt vergroot door problemen met de stroomvoorziening als gevolg van de aanhoudende nucleaire crisis in Fukushima.

De regering betaalt het leeuwendeel van de rekening

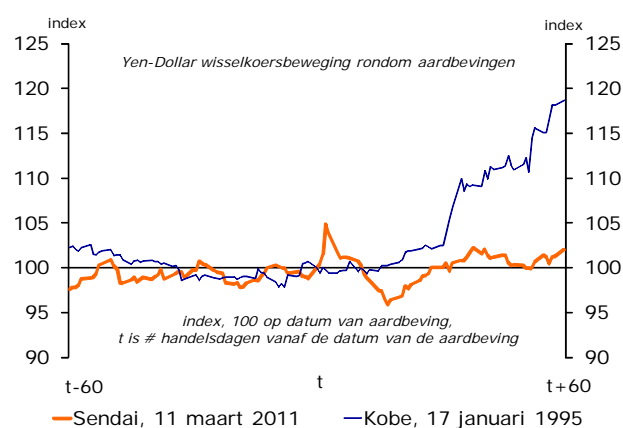
De schadeverzekeraars betalen slechts een betrekkelijk klein deel van de rekening. Het grootste deel moet worden gefinancierd door de regering. Deze wederopbouwkosten konden niet op een slechter moment komen, aangezien Japan alle aandacht zou moeten besteden aan het grote overheidstekort om de stijgende schuldenratio op de middellange termijn op een houdbaar neerwaarts pad te krijgen (figuur 1). De markten maakten zich aanvankelijk inderdaad zorgen over de overheidsfinanciën in Japan, waarbij de CDS-premies met ruim 40 basispunten opliepen tot meer dan 120 basispunten. Deze zorgen zijn geleidelijk afgenomen, mede dankzij omvangrijke liquiditeitsinjecties van de Bank of Japan en vooral de binnenlandse aankopen van overheidsobligaties. Deze factoren hebben de rentetarieven tot nu toe laag gehouden, waarbij het rendement voor 10-jarige leningen is teruggelopen tot 1,13% begin juni tegen 1,30% kort voor de aardbeving.

Figuur 1: Onhoudbare overheidsfinanciën



Bron: IMF, Rabobank

Figuur 2: Yen-appreciatie voorlopig afgewend



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Japan

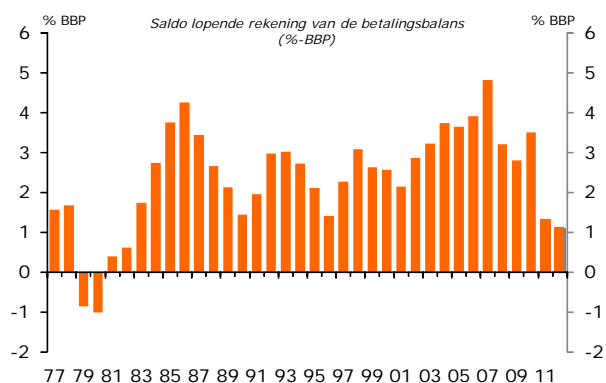
De waarschijnlijke afname van de nationale besparingen

Aanvankelijk liep de koers van de yen sterk op, zoals ook gebeurde na de Kobe aardbeving (figuur 2). Dit hing samen met de verwachting dat Japan een deel van zijn aanzienlijke buitenlandse bezittingen zou gaan liquideren om de wederopbouw te financieren. De eerder genoemde interventies van de Bank of Japan, in combinatie met interventies door andere centrale banken van de G7, hebben de opwaartse druk van de yen tot nu toe beperkt. De netto-uitvoer zal overigens zelfs zonder sterke yen op korte termijn inzakken en daarna slechts gedeeltelijk herstellen. De invoer stijgt vanwege de behoefte aan wederopbouw materiaal en energie ter compensatie van de lagere binnenlandse stroomproductie. De uitvoer wordt sterk geraakt door de verwoesting van productiecapaciteit en infrastructuur. Op termijn zal de mogelijke (wellicht gedeeltelijke) omschakeling van kernenergie naar geïmporteerde fossiele brandstoffen en LNG een permanente daling van de nationale spaarquote impliceren. Dit gebeurt in een vergrijzende maatschappij waar de besparingen in de loop van de tijd toch al zullen afnemen. De internationale consequentie is dat het Japanse vermogen om tekorten op de lopende rekening elders (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten) te financieren structureel afneemt.

De onvermijdelijke afname van de economische activiteit

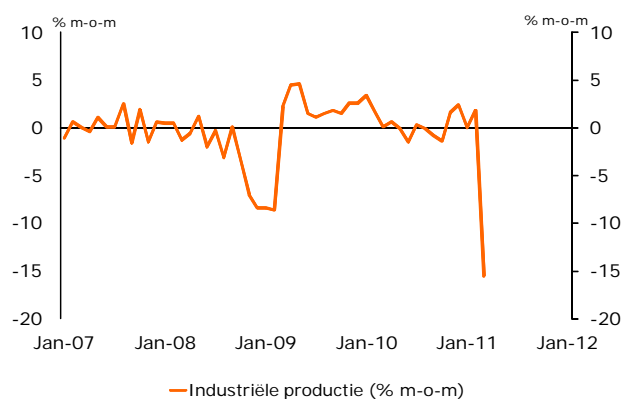
De economie van Japan vertoonde begin 2011 een hernieuwde opgaande lijn, waarbij bijvoorbeeld de index van voorlopende indicatoren in februari steeg tot op minder dan een half procent van zijn recordniveau. Vanzelfsprekend hebben aardbeving, tsunami en aanhoudende nucleaire crisis dit beeld compleet veranderd. De economische activiteit in het getroffen gebied is tijdelijk fors verminderd. Onderbrekingen in productieketens en een stevige duik van het sentiment verspreidden de zwakte over de gehele Japanse economie. De industriële sector voelde de klap direct en met een productiedaling van 15,5% m-o-m in maart scherper dan tijdens de recente wereldwijde recessie (figuur 4). Het was dan ook de grootste industriële productiedaling sinds (ten minste) de jaren vijftig van de vorige eeuw. Waarschijnlijk is de industriële productie in april verder

Figuur 3: Nationaal spaaroverschot onder druk



Bron: NIESR, Rabobank

Figuur 4: Knieval industriële productie



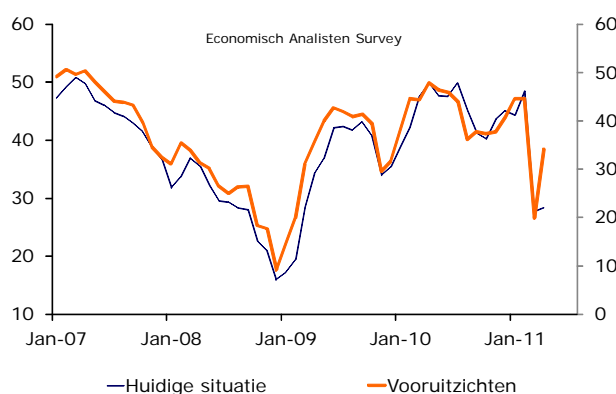
Bron: Bloomberg

Japan

gedaald en volgt stabilisatie pas in mei. De grote ondernemingen, die de industriële sector in Japan domineren, zijn duidelijk geraakt. Kleine bedrijven voelen de kille wind echter ook, zoals blijkt uit het feit dat het vertrouwen in deze sector in april met 13 procentpunten is gedaald (de meting in maart vond plaats voor de aardbeving), eveneens de grootste daling ooit in een maand. De enquête onder economisch analisten, die het vertrouwen meet bij mensen in de dienstensector die direct contact hebben met het publiek, bevestigde nog eens dat de aardbeving en de gevolgen ervan een aanzienlijk en direct effect op de economie hebben gehad, waarbij zowel de huidige als de toekomstgerichte componenten van deze indicator in maart een scherpe daling lieten zien (zie figuur 5). De recent gepubliceerde BBP-cijfers over het eerste kwartaal geven een breed beeld van de zwakte van de economie na de aardbeving en de gevolgen daarvan. De economie kromp op kwartaalbasis met 0,9%, wat slechter was dan de markt had verwacht. Op jaarbasis bedroeg de krimp 3,7%. De volle omvang van de economiebrede afzwakking zal pas duidelijk worden wanneer over enkele maanden de BBP-cijfers over het tweede kwartaal worden gepubliceerd. Wij voorzien dat deze dan een verdere economische krimp laten zien, terwijl pas in het derde kwartaal van dit jaar sprake zal zijn van herstel.

Het is nog te vroeg om de nadruk op herstel te leggen, nu de opruimwerkzaamheden nog in volle gang zijn en de nucleaire crisis nog niet is bezworen. De eerder genoemde enquête onder economisch analisten heeft recent echter gesignaleerd dat het pessimisme in sommige sectoren van de economie alweer afneemt; de deelindex 'vooruitzichten' heeft in april al de helft van het verlies van maart goedgemaakt. Het is opmerkelijk dat het herstel van deze index veel sneller verloopt dan tijdens de recessie van enkele jaren geleden. Wij verwachten dat het nog enige tijd duurt, maar deze snelle afname van het pessimisme suggereert dat de wederopbouw -wanneer deze eenmaal op gang is gekomen- een positieve bijdrage zal leveren aan een economie die voorafgaand aan de aardbeving al tekenen van hernieuwde kracht vertoonde.

Figuur 5: Analisten kijken vooruit en omhoog



Bron: Bloomberg

Tabel 1: Kerngegevens

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	4,0	-1	2½
Particuliere consumptie	1,8	-1	2
Overheidsconsumptie	2,3	2	2
Investeringen	1,0	¼	2¼
Uitvoer goederen en diensten	24,1	4½	8¼
Invoer goederen en diensten	9,8	11	10½
Consumentenprijzen	-0,7	1	¾
Werkloosheid (%)	5,1	4¾	4¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-7,6	-8¼	-8
Staatsschuld (% BBP)	220,3	233	234

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Allard Bruinshoofd
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

Adrian Foster
Adrian.Foster@rabobank.com