

Japan

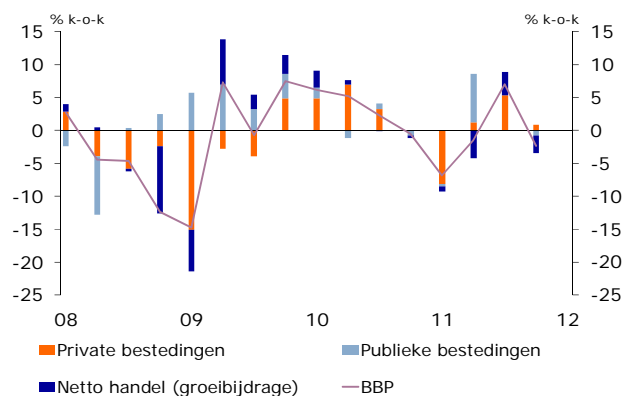
Handel verhuult gunstige trends

De Japanse economie sloot 2011 af met krimp. Dit kwartaalcijfer verhuult echter een gunstigere onderliggende dynamiek, waarin de private bestedingen groeiden, maar werden overschaduwed door de negatieve bijdrage van de handel.

De Japanse economie kromp in het vierde kwartaal van 2011 met 0,6% kwartaal-op-kwartaal (k-o-k) en sloot daarmee het jaar af in mineur. De recente productiedalingen, grotendeels (maar niet volledig) veroorzaakt door de aardbeving van begin 2011, resulteren in een productieniveau dat 4% onder het niveau van vóór de recessie ligt. De onderliggende trends zien er echter gunstiger uit. De private bestedingen groeiden namelijk met 0,2% k-o-k (figuur 1) en dat is al voor het derde kwartaal op rij sinds de aardbeving in het eerste kwartaal van 2011. Dat laatste geldt ook voor de private consumptie, die steeg met 0,3% k-o-k. Private investeringen groeiden 1,9% k-o-k, een gevolg van de wederopbouw die langzaam maar zeker van de grond komt.

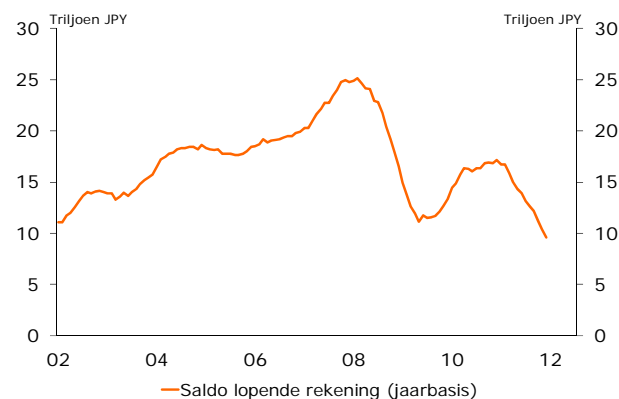
De publieke bestedingen daalden met 0,2% k-o-k, wat gemengd positief kan worden opgevat. Uiteraard drukt de afgenomen publieke vraag op de economie. Daarentegen toont deze daling dat de Japanse overheid bezig is om haar uitgaven op orde te krijgen, een positief gegeven gezien het enorme begrotingsstekort (zie tabel 1). De overheidsconsumptie steeg in dit kwartaal alsnog met 0,3% k-o-k, de twaalfde stijging in de afgelopen dertien kwartalen. De overheidsinvesteringen daalden echter met 2,5% k-o-k, de vijfde daling in de afgelopen zeven kwartalen. De Japanse overheid kiest hiermee duidelijk de weg van de minste weerstand bij het aanpakken van haar begrotingstekort. De consumptieve bestedingen (die zeer zichtbaar zijn) zitten nog steeds in de lift terwijl de investeringen (die een stuk minder zichtbaar zijn) worden ingeperkt. Helaas is de omvang van de overheidsconsumptie bijna vijfmaal dat van de overheidsinvesteringen. In 2011 bedroegen de overheidsinvesteringen 4,1% van het BBP. Zelfs wanneer deze naar nul zouden worden verlaagd, zou ceteris paribus het begrotingstekort in 2011 dus nog steeds een slordige 5%-BBP bedragen.

Figuur 1: Particuliere bestedingen nemen toe



Bron: Bloomberg

Figuur 2: Lopende rekening blijft positief



Bron: Bloomberg

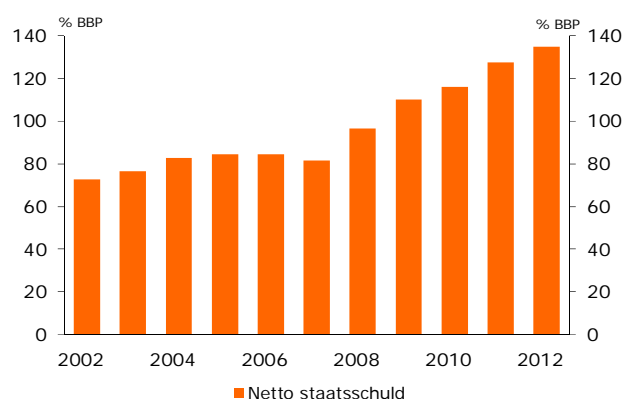
Japan

De belangrijkste zwakte van het vierde kwartaal van 2011 lag in de zwakke bijdrage van de netto handel, die de groei remde met 0,7%-punt en daarmee volledig verantwoordelijk is voor de BBP-krimp. Een deel van deze handelsdip zal naar verwachting tijdelijk zijn, aangezien delen van de wereldwijde toeleveringsketen van Japan werden onderbroken door de overstromingen in Thailand. Een ander deel is toe te schrijven aan de zwakke wereldwijde vraag en nog een ander deel aan de sterke yen. Wij voorzien dat de yen dit jaar verzwakt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. In combinatie met het wereldwijde herstel dat naar verwachting zal doorzetten, achten we het waarschijnlijk dat de handelssector in 2012 een positief aandeel aan de groei zal leveren. Omdat ook de binnenlandse economie naar onze verwachting blijft groeien, voorzien we een groei van 2,0% op jaarbasis, waarbij een bescheiden herstel van de netto export de groei in het eerste kwartaal van 2012 in gang zal zetten.

Japan blijft netto kapitaalexporteur

Ondanks de zwakke handelsbalans van de afgelopen maanden behield Japan in heel 2011 een overschot op de lopende rekening (figuur 2), dankzij de netto opbrengsten uit zijn buitenlandse investeringen. Japan blijft daarmee een netto kapitaalexporteur, hoewel de trend op de lopende rekening naar een kleiner overschot op termijn wijst. Dit heeft gevolgen voor de houdbaarheid van het enorme begrotingstekort van de Japanse overheid (dit jaar naar verwachting 9%-BBP) en voor het niveau van de uitstaande overheidsschuld (de netto staatsschuld komt dit jaar naar verwachting uit op 134%-BBP, figuur 3). Voorlopig laat de aanhoudend zeer lage rente op Japans overheidspapier zien dat binnenlandse investeerders het zien als eerste keuze voor het onderbrengen van hun spaargeld. Japan vergrijsst echter snel en dit zorgt voor een neerwaartse druk op de besparingen, wat op termijn in eerste instantie de uitvoer van besparingen vermindert en uiteindelijk ook de binnenlandse financiering van het aanzienlijke begrotingstekort onmogelijk maakt. Met het verstrijken van de tijd zullen de trends op de lopende rekening de noodzaak van het dichtert van het begrotingstekort urgenter maken.

Figuur 3: Netto staatsschuld loopt snel op



Bron: OECD Economic Outlook

Tabel 1: Kerngegevens Japan

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	-0,9	2	1¼
Particuliere consumptie	0,0	1½	1¼
Overheidsconsumptie	2,1	1	¾
Investeringen	1,0	2¾	1¼
Uitvoer goederen en diensten	0,0	6½	5¾
Invoer goederen en diensten	5,9	6¾	5¾
Consumentenprijzen	-0,3	¼	¾
Werkloosheid (%)	4,6	4¼	4
Begrotingssaldo (% BBP)	-10,3	-9	-7¾

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Adrian Foster
Adrian.Foster@raboboank.com