

## II. HET HERSTEL IN JAPAN ZET DOOR

WIM ZWANENBURG

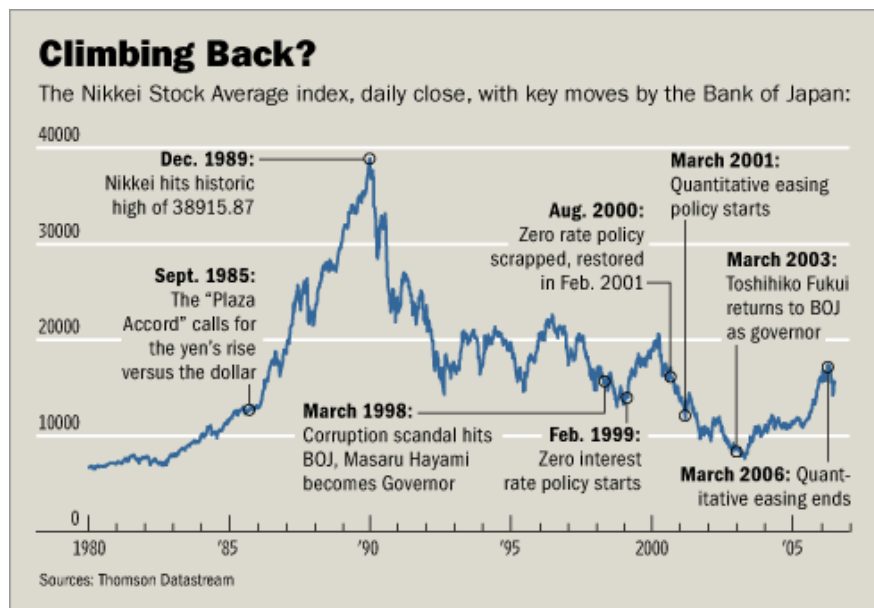
### Het einde van de ZIRP, de zero interest rate policy

De Japanse economie ligt goed op koers, wat inmiddels ook wordt erkend door de Bank of Japan (BoJ), de centrale bank, die op vrijdag 14 juli voor het eerst in zes jaar met een renteverhoging kwam. Dit betekende het einde van het 'ZIRP'-tijdperk, het einde van de zero interest rate policy (nulrentebeleid). Zes jaar lang konden de Japanse banken geld tegen het abnormale nultarief lenen bij de centrale bank! Het rentetarief was en is nog steeds extreem laag. Maar de situatie van de Japanse economie was dan ook buitengewoon. En als er deflatie is, dan is er met een nultarief zelfs nog steeds sprake van een positieve reële rente. De depressie duurde abnormaal lang, meer dan 14 jaar. Bij tussentijdse herstelprognoses werd de groei steeds weer in de kiem gesmoord. Na de terugval in 1990 kwam de economie pas in 2005 weer goed op gang. De deflatie is nu ook omgeslagen naar inflatie. In mei stegen de consumentenprijzen met 0,6 procent. Dat was de zesde opeenvolgende maand van inflatie. De groei over 2006 zal naar verwachting uitkomen op 3 procent, volgens het onderzoeksbureau Consensus Economics. De commerciële vastgoedprijzen zijn binnen een jaar zelfs met 11 procent gestegen.

Japan was begin 2006 bij veel beleggers favoriet en veel internationale effectenhuizen gaven het advies om Japanse aandelenbeleggingen te overwegen ten opzichte van de benchmarks. Maar als iedereen er zo over denkt gebeurt vaak het tegenovergestelde. Vanuit de economische school van de Behavioral Finance weten we dat het vaak loont om 'contrarian' te zijn, om tegendraads te handelen. Een contrarian zou het ook dit jaar weer goed hebben gedaan. De Japanse aandelenmarkt bleef tot medio juli van dit jaar sterk achter bij de andere grote aandelenmarkten. In de sell-off van mei en juni was de daling ook groter zodat medio juli de Japanse Nikkei een verlies liet zien van 10% ten opzichte van de jaarultimo. Daar kwam dan bovendien nog eens een verzwakking van de yen bij. De vraag is nu, of het herstel van Japan reëel en de Japanse aandelenmarkt toch nog veelbelovend is?

### Terugblik

Japan kreeg begin jaren negentig te maken met het instorten van de aandelen- en vastgoedmarkt. Investeringsstokten vanwege enorme overcapaciteit, de werkgelegenheid daalde en banken bleven zitten met een berg aan oninbare bedrijfsleningen. Zo werd een neerwaartse deflatoire spiraal ingezet. Ook consumenten bleven jarenlang terughoudend, zelfs met een rente van nul procent. Consumenten rekenden er op dat goederen in de toekomst nog goedkoper zouden worden. Japanners hebben sowieso de neiging om fors te sparen, als gevolg van vergrijzing en stijgende zorgkosten.



### Monetair beleid

Over het monetaire beleid van Japan zijn veel vragen te stellen. Om de economie te stimuleren wordt doorgaans de kortetermijnrente verlaagd door de centrale bank. Er zijn maar weinig economen die durven te pleiten voor een hogere rente. Toch meen ik dat dit wellicht juist in Japan de goede remedie zou zijn geweest in de jaren negentig. De rente had in die jaren naar hogere niveaus gemoeten, zodat de tucht van de kapitaalmarkt haar genezende werk had kunnen doen. Een hogere rente had weliswaar tot veel meer faillissementen geleid, maar een hogere rente zou het herstelproces ook versneld hebben. Nu bleven de slechte leningen jarenlang op de bankbalansen staan zonder dat ze werden afgeschreven als oninbaar omdat dit door de lage rente toch vrijwel niets kostte. Bij een lage rente kunnen ook allerlei investeringsprojecten met een te lage 'internal rate of return' ten onrechte doorgang vinden. De Japanse overheid heeft in de jaren negentig tal van projecten van infrastructurele aard op stapel gezet om de economie te stimuleren. Achteraf is vaak gebleken dat die projecten onvoldoende nut hadden. Een schoktherapie van een hogere rente bleek in Japan echter politiek onhaalbaar. En de economie is nu eenmaal geen laboratorium waar je proeven een oneindig aantal keren kunt herhalen onder dezelfde omstandigheden. We zullen dus nooit weten of een andere economische politiek in Japan wellicht meer succes had opgeleverd. Hoewel veel economen claimen dat het lagerrentebestel van de Bank of Japan de laatste jaren succesvol is geweest, blijft het toch de vraag of de lage rente daadwerkelijk geholpen heeft of dat het herstel aan andere factoren te danken was.

De economische groei in Japan ligt al een paar jaar ruim boven 2 procent en dit jaar is er weer sprake van prijsstijgingen. Kortom, Japan begint op een normaal land te lijken en daar hoort volgens de gangbare economische analyse een gewoon rentetarief bij. De rente moet dan minimaal naar een tarief van ongeveer 2,5 tot 3 procent, terwijl de rente nu op 0,25 procent ligt. Gezien de snelheid waarmee de inflatie stijgt en de dynamiek van de economie zou men verwachten dat de centrale bank snel naar dit neutrale rentepeil toe moet. Japan heeft nu al

te weinig werknemers en machines voorhanden om de vraag aan te kunnen. Als de economie blijft groeien, ligt een loon-prijsspiraal op de loer. Toch is de kans klein dat de centrale bank snel tot verdere rentestappen zal overgaan. Japan zit met een economisch trauma dat nu al ruim zestien jaar duurt. Er gaan daardoor vele stemmen op in de maatschappij die pleiten voor een ultralangzame verhoging van de rente. Een onafhankelijke centrale bank hoeft zich hier niets van aan te trekken, maar de Bank of Japan (BoJ) kijkt toch nauwlettend toe hoe consumenten en producenten reageren op de renteverhogingen. Beleidsmakers zijn nog steeds gefrustreerd over recente ervaringen. In 1999 en 2000 trachtte de BoJ ook al om de rente op te voeren. Volgens veel critici was dat achteraf te vroeg. De BoJ werd aangewezen als een van de schuldigen voor de korte duur van het herstel. De BoJ doet er dan ook goed aan om ook te kijken naar de periode voor 1990. Toen was er sprake van enorme oververhitting waar niet resoluut genoeg tegen werd opgetreden. Het grootste risico voor Japan en de wereldeconomie is dat deze fout wordt herhaald.

De rente in Japan blijft volgens mededelingen van de BoJ dus voorlopig 'zeer laag'. De Japanse monetaire autoriteiten behouden evenwel de mogelijkheid de rente toch nog betrekkelijk snel verder op te trekken, als bijvoorbeeld blijkt dat de inflatie verder oploopt. Het vertrouwen van de consument hoeft overigens niet af te nemen als de rente zal stijgen. Het absolute niveau blijft immers zeer laag en als duidelijk wordt dat het juk van de deflatie is afgeworpen, kan daar zelfs een positieve impuls van uitgaan. Gouverneur Fukui van de centrale bank zal meer moeten communiceren, wil hij een betere band bewerkstelligen met de markt aangaande het monetaire beleid. Omdat er jarenlang eigenlijk geen écht beleid was, is dit allemaal nieuw. Er kan net als bij de ECB en de Fed soms het geval is, een spanning ontstaan tussen wat de bank beoogt te zeggen en wat de markt meent te horen. Fukui moet bovendien zijn gezag nog vestigen. Zijn betrokkenheid bij een belegging door een fund manager die handelde met voorkennis heeft zijn gezag niet bepaald versterkt.

### **Wereldwijde gevolgen van het Japanse rentebeleid**

De lage rente in Japan had overigens niet alleen maar binnenlandse gevolgen. De lage binnenlandse rente stimuleerde de Japanners om vooral in het buitenland te beleggen, bijvoorbeeld in Amerikaans staatspapier. Nu de rente in Japan zal stijgen, kan dit leiden tot een terugkeer van gelden, een stijging van de yen en renteverhogingen in de VS. Stijgt de rente in de VS, dan zou daardoor de Amerikaanse huizenmarkt wel eens onder druk kunnen komen. De lage rente in het land van de rijzende zon leidde er ook toe dat buitenlandse hedgefonds en andere beleggers in Japan goedkoop geld konden lenen om dat geld elders tegen een hoger rendement te plaatsen, een fenomeen dat bekend staat als de 'carry trade'. Het einde van het goedkope Japanse geldbeleid heeft wereldwijd effect. Omdat deze beleggers inmiddels hun beleggingen in exotische en hoogrenderende markten hebben verminderd kwam de valuta van enkele landen met een hoge rentevergoeding onder druk. Van Nieuw-Zeeland tot IJsland waren de gevolgen merkbaar. Hoewel er natuurlijk ook veel andere factoren waren die invloed uitoefenden, heeft dat zeker tot de instabiliteit van de financiële markten in mei en juni bijgedragen.

**Hoge staatsschuld**

De bruto staatsschuld van ongeveer 170% van het jaarlijks bruto binnenlands product (bbp) is voor Japan het grootste macro-economische gevaar. En met 4,6 procent van het bbp is het begrotingstekort nog steeds te hoog. In dit perspectief is het belangrijk om te kijken naar het verloop van de langetermijnrente. Als die stijgt, nemen de rentekosten van de overheid navenant toe. De rente op 10-jaars staatsleningen in Japan is in de 12 maanden tot medio juli gestegen met meer dan 0,5% tot 1,9 procent. In verhouding tot veel andere landen is dus ook de langetermijnrente nog steeds betrekkelijk laag. De relatieve omvang van de staatsschuld zal waarschijnlijk weer dalen, omdat de nominale groei van de economie door het aantrekken van de inflatie weer een stuk hoger uitvalt. Japan moet er echter wel voor zorgen dat de primaire begroting weer in de plus komt, zodat het tekort alleen nog uit rentebetalingen bestaat.

**De Koizumi-factor**

Een factor die zeker aan het herstel van de Japanse economie heeft bijgedragen is het beleid van de Japanse minister-president Koizumi. Hij durfde het aan om na het jarenlange economische verval de bureaucratie aan te pakken en te pleiten voor een kleinere overheid. Hij zette bovendien in op de privatisering van de Japanse Postbank en deinsde er ook niet voor terug om de gevestigde orde in zijn eigen Liberaal Democratische partij op hun plaats te zetten. Zijn politiek werd met een klinkende verkiezingsoverwinning beloond. Koizumi ziet zichzelf echter vooral als een wegbereider. In september zal hij voortijdig terugtreden en dan zal blijken of er een kandidaat opstaat die ook voor drastische hervormingen pleit. Het is tevens van belang dat de opvolger van Koizumi kiest voor een verbetering van de Chinees-Japanse betrekkingen. De Japanners dienen daarbij hun trots opzij te zetten en te erkennen welke rol het Japanse keizerrijk in de Tweede Wereldoorlog heeft gespeeld. Die kwalijke rol is nog steeds niet in de Japanse geschiedenisboeken op school opgenomen. Ieder jaar brengen Japanse politici een bezoek aan het Yasukuni monument, een Shinto-heiligdom waar naast andere gesneuvelde militairen ook Japanse oorlogsmisdadigers liggen. Het bezoek leidt ieder jaar in augustus weer tot een rel tussen Japan en China/Korea. Koizumi heeft altijd beweerd dat hij dit bezoek bracht als privépersoon, maar potentiële opvolgers hebben al gezegd dat zij 'in functie' zullen gaan. De verhouding met de buurlanden zou daarmee verder op scherp gesteld worden. Net als de jaarlijkse orkaanstormen, waait deze wind ook wel weer over, maar de schade kan toch aanzienlijk zijn.

Hoe het ook zij, de opvolger van Koizumi zal nationaal en internationaal opnieuw het vertrouwen moeten zien te winnen, terwijl hij waarschijnlijk het beleid van Koizumi grotendeels zal voortzetten. De verkiezing door de leden van de LDP zal echter wereldwijd met argusogen worden gevolgd.

**Externe factoren voor de Japanse economie**

De Japanse economie is voor een deel afhankelijk van de export. Door matiging van de loonkosten per eenheid product is de concurrentiepositie van het Japanse bedrijfsleven verbeterd. De loonkostenstijging van dit jaar is nog zeer beperkt. Op termijn dreigt door de vergrijzing in Japan een krappere arbeidsmarkt, maar dit kan op zijn minst voor een deel worden gecompenseerd door de toenemende

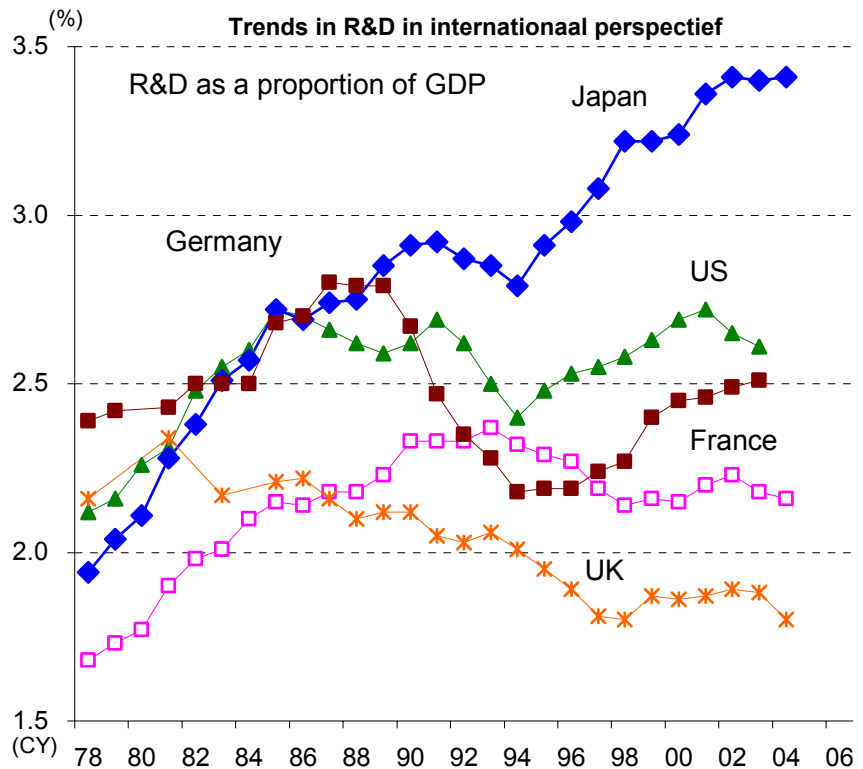
arbeidsparticipatie van vrouwen die in Japan nog steeds heel laag is. Een vertraging van de economische groei zal zeker invloed uitoefenen op de uitvoer van Japan, maar in de VS wordt nog niet bepaald een recessie verwacht, zodat het effect beperkt zal zijn. Volgens recente schattingen van zakenbank Nomura zal de Japanse export in 2006 met ruim 9 procent stijgen. Dit jaar zijn de verwachte exportcijfers door analisten al meerdere keren opwaarts bijgesteld. Japan heeft echter veel last van de stijging van de olieprijs, omdat het alle olie moet invoeren en geen eigen productie heeft, maar de gevoeligheid voor de olieprijsontwikkeling is sinds de jaren zeventig en tachtig wel afgenomen.

Japan profiteert ook van de expansie in de overige Aziatische landen, met name in China. Volgens cijfers van Nomura groeit het belang van de Aziatische regio voor Japan relatief het snelst, zowel in termen van bijdrage aan de omzet en de export als winstgevendheid van het Japanse bedrijfsleven. Met de sterke groei in Azië neemt de afhankelijkheid van de VS af.

**Tabel: Bijdrage van economische regio's aan de omzetten en winsten in Japan in het boekjaar 2005/2006**

	Omzet				Operationele winsten			
	Japan	Noord-Amerika	Europa	Azië	Japan	Noord-Amerika	Europa	Azië
NOMURA 400 (ex financials)	63.7	15.8	7.8	10.3	69.2	12.4	4.1	10.9
Manufacturing	56.7	19.0	10.1	12.1	68.0	13.1	4.4	11.1
• Basic materials	75.5	7.7	3.6	11.6	64.8	4.8	3.1	18.2
• Processing	50.6	22.5	11.7	13.1	66.3	16.5	4.7	10.7
Non manufacturing (ex financials)	80.5	8.0	2.3	6.0	76.6	8.0	2.4	9.5
Materials	75.5	7.7	3.6	11.6	64.8	4.8	3.1	18.2
Machinery autos	44.2	31.1	11.7	10.1	58.9	23.5	5.3	10.0
Electronics	57.1	13.9	11.6	16.2	78.3	4.9	3.9	11.9
Retail - wholesales	77.8	8.7	3.4	6.2	75.3	8.6	3.8	7.8
Information	84.4	10.5	4.4	0.6	88.1	4.8	4.8	1.8
Utilities infrastructure	87.8	4.9	2.8	4.5	87.3	6.9	1.3	4.6

Japan ondervindt een toenemende concurrentie uit de Aziatische regio, maar het Japanse bedrijfsleven speelt daar goed op in. Deels door mee te doen aan de trend van globalisatie en door productie uit te besteden naar goedkope loonlanden, deels door in te zetten op de innovatie en daarin voor te blijven op de internationale concurrentie. Het is opvallend dat de R&D ("onderzoek & ontwikkeling") bestedingen als percentage van het bruto binnenlands product in Japan tot de hoogste ter wereld behoort en dat dit percentage nog steeds groeit. Sommige industriële activiteiten van Japanse multinationals worden zelfs weer naar Japan teruggehaald.



Bron: Nomura, gebaseerd op MEXT data.

**Japanse accounting, waarderingen en groei**

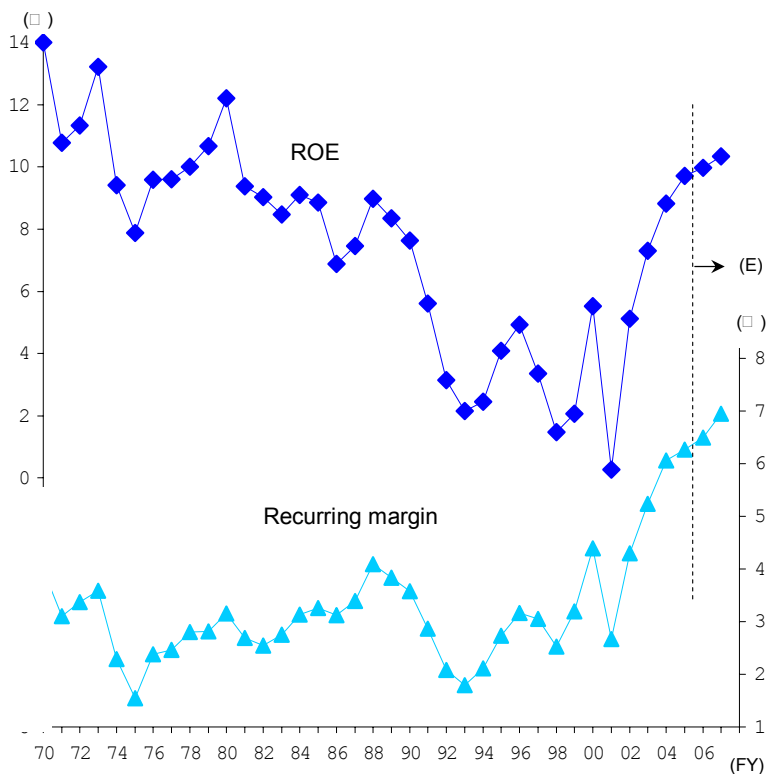
De waardering van de Japanse aandelenmarkt is nog steeds aantrekkelijk. De vergelijking met koers-winstverhoudingen van circa 30x zoals medio jaren tachtig en de torenhoge waarderingen in de jaren daarna, is niet zo zinvol omdat we meer dan een decennium lang te maken gehad hebben met “special items” die het beeld in die jaren wel erg vertekenden. De consensuslezing is dat de ‘cross share holdings’, de investeringen van ondernemingen in elkaar over en weer, in de jaren negentig ervoor zorgden dat er geen druk was op het management om winsten te maximaliseren. De winst bleef laag en dat leidde tot lage winsten en hoge waarderingen. Activa werden veelal tegen de boekwaarde (met een arbitraire controversiële afschrijvingspolitiek) opgenomen op de balansen en niet tegen marktwaarde. Aan het begin van dit decennium is dat veranderd, waardoor de Japanse GAAP (General Accounting Principles) nu meer vergelijkbaar is met de US GAAP. Omdat in de VS en Europa de accountinggrondslagen naar elkaar toegroeien (US GAAP en IFRS) ziet het Japanse bedrijfsleven ook de noodzaak in om de accountinggrondslagen nog verder aan te passen.

Door toepassing van nieuwe boekhoudregels zijn de waarderingen ook gedaald. Zo redenerend zou je kunnen concluderen dat de koers-winstverhoudingen in Japan heden ten dage beter vergelijkbaar zouden moeten zijn met de wereldindices. Helaas komt Japan dan toch nog ongunstig uit de bus. Maar om tot een oordeel te komen over de aantrekkelijkheid van Japanse aandelenbeleggingen moet men niet alleen kijken naar waarderingen, maar evenzo naar de groei.

De herstructurering van het Japanse bedrijfsleven heeft geleid tot hogere marges. Er is nog steeds ruimte voor verdere herstructureringen, terwijl in de rest van de ontwikkelde landen de herstructureringsfase, de fase van grote kostenbesparingen nu grotendeels voorbij is. De winstmarges liggen in Japan nog steeds onder internationale niveaus, toch vindt er al wel convergentie plaats. De winstgroei voor de Nomura-400 bedroeg in 2004 en 2005 voor beide jaren nagenoeg 20%. Voor 2006 wordt een vertraging van de winstgroei verwacht tot circa 7%, maar voor 2007 en volgende jaren wordt weer een versnelling van de winstgroei voorspeld.

Voor die winstgroei zijn verschillende katalysatoren. De Japanse consument is nog nauwelijks begonnen te spenderen. Daarom kunnen de winsten nog verder stijgen. Ook de investeringen in bijvoorbeeld de woningbouw trekken aan. Omdat de werkgelegenheid nu ook begint toe te nemen verbeteren de vooruitzichten voor de consumptieve bestedingen.

**De winstmarges van het Japanse bedrijfsleven verbeteren**



**Bron:** Nomura, voor de Nomura 400 (ex financials)

**De financiële sector en de slechte leningen**

De groei van de kredietverlening door de Japanse banken neemt weer toe en de rentemarges verbreden. Ondanks de stijging van de aandelenkoersen in de Japanse banksector in de afgelopen drie jaar, staat de sector nog steeds onder het niveau van 1999. De financiële sector is echter veel gezonder! De slechte leningen bij de commerciële banken zijn nu echt weggewerkt. Dat probleem is verdwenen als gevolg van de maatregelen die een paar jaar geleden zijn genomen om het bankwezen weer gezond te maken. In Japan heeft een enorme cultuurwijziging plaatsgevonden en de Japanse banken zijn afgestapt van de slechte gewoonte om op basis van oude en vertrouwde relaties kredieten te verstrekken, die dan jaren achtereen stilzwijgend verlengd worden. De Japanse banken hebben de periode van de 'goedkoop geld'-politiek ook niet gebruikt om de kredietverlening op te blazen. Ook om die reden zal de impact van de renteverhoging door de BoJ beperkt blijven.

**Conclusie**

Na bovenstaande analyse moet geconcludeerd worden dat het herstel van de Japanse economie reëel is. Wij verwachten dat de Japanse beurs zich verder zal herstellen en de achterblijvende performance ten opzichte van andere internationale aandelenmarkten zal goedmaken.