Sayonara Japan

Beschrijving

In december 2012 keerde Shinzo Abe terug als premier van Japan, een land dat daarvoor al twee decennia worstelde met economische stagnatie, deflatie en een vergrijzende bevolking. Japan, ooit gezien als een economisch wonder in de jaren â??80, was veranderd in wat economen â??de verloren decenniaâ?• noemden. Abe lanceerde een ambitieus economisch revitaliseringsplan dat al snel bekend werd als Abenomics. De naam van dit beleid was geÃ¯nspireerd door het oude Japanse verhaal van de drie pijlen.

Dankzij Abenomics is de Japanse Nikkei index gestegen van 8.500 naar een nieuwe piek van ruim 42.000 punten vorig jaar. Dat is beter dan de Amerikaanse beurs over die periode, maar over diezelfde periode verzwakte de Japanse yen van circa 100 in een euro tot 160 in een euro. Die buitengewone combinatie van een zwakke yen, ultra-lage rentes en corporate governance-hervormingen wordt nu ingeruild voor een periode met een sterkere yen, hogere rentelasten en protectionistische Amerikaanse tarieven die de exportgerichte economie dreigen te verstikken.

De drie pijlen van Abenomics

In de 16^{e} eeuw riep krijgsheer MÅ•ri Motonari zijn drie zonen bij zich en gaf elk van hen een pijl. Hij vroeg hen om de pijl te breken, wat ze gemakkelijk deden. Toen bond hij drie pijlen samen en vroeg zijn zonen opnieuw om ze te breken. Geen van hen kon de gebundelde pijlen breken. De les was duidelijk: individueel waren de pijlen kwetsbaar, maar samen waren ze onbreekbaar. Motonari gebruikte deze demonstratie om zijn zonen te leren dat eenheid kracht geeft. GeÃ¯nspireerd door dit verhaal, structureerde Abe zijn economische strategie rond drie beleidsgebieden die, hoewel ze individueel mogelijk niet genoeg waren om de Japanse economie te transformeren, samen een krachtige combinatie zouden vormen.

De eerste pijl was die van agressieve monetaire versoepeling. De Bank of Japan introduceerde een ongekend programma van kwantitatieve versoepeling, met als doel de deflatie te doorbreken en een inflatie van 2 procent te bereiken. Dit leidde tot een verzwakking van de yen, wat gunstig was voor Japanse exporteurs. De tweede pijl ging over flexibele fiscale stimulering. De regering verhoogde de overheidsuitgaven voor infrastructuur en andere projecten om de vraag te stimuleren en economische activiteit aan te moedigen, ondanks de reeds hoge staatsschuld van Japan. De derde pijl bestond uit structurele hervormingen om de groei van de Japanse economie te optimaliseren. Deze meest ambitieuze pijl richtte zich op fundamentele hervormingen zoals deregulering, verhoging van vrouwelijke arbeidsparticipatie, hervorming van corporate governance, belastinghervorming, en uitbreiding van vrijhandelsovereenkomsten.

Einde van de deflatie

Japan is het enige land dat baat heeft gehad bij het oplopen van de inflatie in de afgelopen jaren. Na meer dan drie decennia heeft Japan eindelijk de deflatie verbannen. De stijgende importprijzen heeft bedrijven eindelijk in staat gesteld het taboe te doorbreken om hogere kosten door te berekenen aan consumenten. Voorheen betekende hogere importprijzen juist dat de lonen omlaag moesten om zo concurrerend te blijven, maar dat is mede door de krappe arbeidsmarkt voorbij. Werknemers eisen nu ook in Japan hogere lonen. De jaarlijkse â??Shuntoâ?? loononderhandelingen laten een spectaculaire stijging zien die we in decennia niet hebben gezien. Ook de inflatieverwachtingen veranderen drastisch. Het aandeel huishoudens dat verwacht dat de inflatie boven de 2 procent blijft, is uitzonderlijk hoog gebleven gedurende drie jaar.

Inflatie is ook niet langer gekoppeld aan de yen en uitsluitend de importprijzen. Ondanks de stabilisatie van de munt en de daaruit voortvloeiende matiging van de importprijzen, is de inflatie niet teruggevallen. Eindelijk zit inflatie weer tussen de oren van elke Japanner waardoor ook de rente kan normaliseren. Daardoor ontstaat ook ruimte voor het herstel van de yen. Nog altijd is de Japanse munt extreem ondergewaardeerd. Vakanties naar Japan zijn nog altijd goedkoop.

Japanse beurs exportgeoriÃ«nteerd.

Een zwakke yen heeft de neiging de bedrijfswinsten voor Japanse multinationals te verhogen, en vice versa, maar een sterkere yen raakt de winsten. Nu hebben Japanse bedrijven door de zwakke binnenlandse consumptie en de zwakke yen zich steeds meer gericht op de export. Het aandeel van de export is bedraagt nu bijna een kwart van het bbp. Tegelijkertijd hebben Japanse bedrijven de productie steeds meer naar het buitenland verplaatst via uitgaande directe buitenlandse investeringen, op zoek naar inkomsten in meer dynamische wereldmarkten. Deze strategische draai heeft natuurlijk geleid tot een groter aandeel van de winst uit het buitenland, dat nu een hoogtepunt heeft bereikt van bijna 40 procent voor de productiesector. Sinds 2012 is de Japanse winstgroei in binnenlandse valuta verdrievoudigd â?? aanzienlijk beter dan de verdubbeling die bij wereldwijde peers werd waargenomen. Gecorrigeerd voor valuta is de Japanse winstgroei eerder achtergebleven bij de rest van de wereld.

De perfecte storm van de Amerikaanse importtarieven

Alsof een sterkere yen en stijgende rentelasten nog niet genoeg waren voor de Japanse export-afhankelijke economie, werpt zich nu een nieuwe bedreiging op: protectionisme. Premier Shigeru Ishiba verklaarde onlangs dat Japan â??alle mogelijke optiesâ?• overweegt als reactie op de nieuw aangekondigde Amerikaanse tarieven op autoâ??s en auto-onderdelen. Deze tarieven, op 25 procent gesteld door president Donald Trump, gaan vanaf 3 april 2025 in. De Japanse premier vermeed het om rechtstreeks te antwoorden op de vraag of deze maatregelen het handelsakkoord uit 2019 schenden. Tokio heeft al meerdere keren vergeefs geprobeerd om de Amerikaanse regering te overtuigen Japan vrij te stellen van de nieuwe tarieven. Handelsminister Yoji Muto, die eerder deze maand met lege handen uit Washington terugkeerde, noemde het â??buitengewoon betreurenswaardigâ?• dat deze maatregelen zijn aangekondigd zonder Japan uit te sluiten.

Japanâ??s auto-export naar de Verenigde Staten bedroeg in 2024 maar liefst 6 biljoen yen (ongeveer 40 miljard dollar), wat goed is voor 28,3 procent van de totale export naar dat land. Als de 25 procent tarieven worden doorgevoerd, zou de Japanse binnenlandse autoproductie met 4,3 procent kunnen dalen, volgens een recente schatting van het Japan Research Institute. De tarieven in combinatie met de sterkere yen en de hogere rentelasten vormen een perfecte storm voor de Japanse bedrijfswinsten.

Stijgende rentelasten

Japanse winsten zijn ook gestegen door de lage rentelasten. Door die lage rentelasten was het ook mogelijk om meer schuld aan te gaan. De bedrijfsschuld is nu terug op 120 procent van het bbp, veel hoger dan het Amerikaanse cijfer van 75 procent. Nu de rente stijgt, zet dat een rem op de bedrijfswinsten. Verder is ook de Japanse rentecurve teruggekeerd naar niveaus dicht bij het historische gemiddelde, en verdere significante versteiling lijkt onwaarschijnlijk temidden van monetaire verkrapping en gematigde groeimomenten. De outperformance van Japanse banken ligt daarmee grotendeels achter ons.

Laaghangend fruit bij corporate governance is geplukt

De derde pijl van Abenomics heeft dynamiek gebracht in het Japanse bedrijfslandschap. Wat ooit een belangrijke barriÃ¨re was voor marktdiscipline, zijn de enorme kruisparticipaties tussen bedrijven gestaag gedaald van 13,5 procent in 2015 tot 8,4 procent vorig jaar. Verder zijn activistische beleggerscampagnes vervijfvoudigd, terwijl fusie- en overnameactiviteiten bijna verdubbeld zijn. Het laaghangende fruit is nu wel geplukt en de impact van verdere hervormingen neemt af. Opvallend genoeg daalt ook de M&A activiteit en het rendement op het eigen vermogen van Japanse bedrijven is gestopt met stijgen. Daardoor is het beleggersoptimisme over Japanse aandelen, voortvloeiend uit de structurele hervormingen van Abe, weggeÃ«bd. Japanse aandelen missen dus niet alleen de positieve impulsen van de yen, de rente en verdere verbeteringen op het gebied van corporate governance, maar krijgen daarvoor negatieve impulsen terug in de vorm van protectionisme en handelsspanningen waarvoor juist Japan bovengemiddeld gevoelig voor is.

Minder Japan, meer Europa

Waar Japanse aandelen verse impulsen missen, zijn die er juist wel in Europa. Europa is nog niet af en door het divergerende beleid van de euro dreigden de problemen in de eurozone lange tijd alleen maar groter te worden. Bovendien kan Europa alleen hervormen onder hoge druk en de heren Poetin en Trump zorgen nu voor die druk. Een belangrijke ontwikkeling is de factor afschaffing van de schuldenrem door de Duitse Bondsdag. Daardoor gaat Duitsland de komende 12 jaar maar liefst 1 biljoen euro extra investeren. Dat zorgt voor 1 tot 2 procent extra bbp-groei per jaar en daar profiteert ook de rest van Europa van. Verder is mede daardoor Europa minder kwetsbaar dan Japan voor hogere Amerikaanse importtarieven.

De confrontatie met Trumpâ??s tarieven is slechts de laatste druppel voor steeds meer Japanse bedrijven. Terwijl premier Ishiba verzekert dat Japan alle opties openhoudt, zijn de reacties van bedrijven veelzeggend: ze verplaatsen productie naar de VS, kopen Amerikaanse componenten, en bereiden zich voor op magere jaren. Japanse aandelen zijn daarom niet langer overwogen, ten gunste van Europese aandelen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief