

Japan: En stark men åldrande jätte

- Den japanska ekonomin har vaknat, tack vare strukturreformer och extern draghjälp. Exportindustrin kan väntas skörda fortsatta framgångar baserade på framstående ingenjörskompetens.
- Men betydande utmaningar väntar. Statsskulden kräver stramare budgetpolitik över en lång period. Befolkningen krymper och kostnaderna för pensioner och sjukvård stiger.
- Trycket är hårt på fortsatta strukturreformer, men den nya regeringen under Shinzo Abe är mer traditionalistisk än den förra.
- En slutsats blir att Bank of Japan lär fortsätta att hålla styrräntan låg och därmed medverka till en svag valuta framöver.

Många dörrar, många nycklar

Under februari 2007 genomförde en grupp företrädare för nordiskt näringsliv en resa till Japan, anordnad av SEB. Delegationen – som leddes av Marcus Wallenberg – träffade på kort tid en stor samling ekonomer och affärsmän.

Denna PM sammanfattar mina egna intryck från resan. Den har dock varit ovanligt svårskriven. Ambassadören och Japankännaren Lars Vargö har sagt att analysen av Japan är som att öppna en dörr med en viss nyckel, bara för att finna att där bakom finns ännu en dörr, som kräver en helt an-

nan nyckel – och även om man lyckas med det, upptäcker man strax en tredje dörr osv.

En västerlänning finner det japanska samhället svårt att förstå, inte minst för att japaner så systematiskt filtrerar information – det man inte vill se förtigs. Språkets nyanser – lika finkalibrerade som bugningarna – utgör också ett hinder för frank kommunikation.

Ändå har Japan blivit mycket öppnare. Sedan krisens botten – runt 1995 – har redovisning och probleminventering blivit klarare, debatten friare, byråkratins grepp svagare och engelskkunskaperna oändligt mycket bättre.

Tillbaka efter ett förlorat decennium

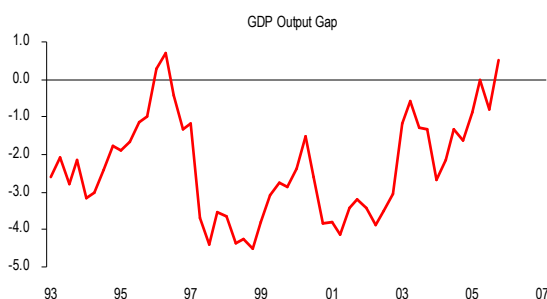
I Japan talar man om 1990-talet som ett "förlorat decennium". Även om krisen var ytterst mild i förhållande till många andra drabbade länder – deflationen höll uppe reallönerna och en expansiv finanspolitik fungerade som stötdämpare – fick sig den tidigare stoltheten över den "japanska modellen" en rejäl knäck.

De senaste fyra åren har dock sett en gradvis normalisering av läget. I januari noterades den 60e månaden i sträck av positiv tillväxt – faktiskt den **längsta obrutna uppgången** sedan början av 1950-talet. Fyra faktorer ligger bakom tillfrisknandet:

- **Bank of Japans expansiva politik** som fr o m 2001 pumpade ut stora mängder likviditet i ekonomin.
- Ett **fortskridande rationaliseringsarbete** i industrin. Efter hand sanerades företagens balansräkningar och därmed också minskade också bankernas kreditförluster.
- En **gradvis uppluckring av den stela japanska modellen**. Livstidsanställningarna har minskat i omfattning, det starka korsvisa ägandet i företagsgrupperna (keiretsu) har monterats ned, ministeriernas byråkrater har tappat makt. Omfattande fusioner har skapat nya, slagkraftiga företag, inte minst i banksektorn.
- De senaste årens **tillväxt i USA och Kina** har försett japansk exportindustri med växande avsettningsmarknader samt möjligheter till omfattande direktinvesteringar i regioner med låga kostnader.

Resultatet har blivit en renässans för den traditionella japanska ingenjörstunga, precisioninriktade och högteknologiska exportindustrin. Japanska företag leder överlägset de internationella patentligorna, och handelsbalansen visar enorma överskott. Långsamt har det stora outputgapet (skillnaden mellan potentiell och faktisk BNP) minskat; enligt officiella definitioner är det nu faktiskt helt eliminerat.

Outputgapet har slutits



Källa: Finansdepartementet

Självförtroendet har långsamt återkommit. Tokyo är på väg att återta sin position som ett globalt centrum för arkitektur, mode och design. Trafiken har tätat och nya agglomerationer av skyskrapor – med extremt dyra anti-jordbävningssystem – skjuter i höjden. Efter 15 års fallande fastighetspriser har trenden vänt. I Tokyo steg fastighetspriserna under 2006 med 10 procent!

Gnagande oro

Ändå är medeljapanen – ”fru Watanabe” – orolig inför framtiden. Få vågar tro att uppgången ska fortsätta, nästan ingen vågar tro att den gamla japanska modellen med hård social kontroll, låg arbetslöshet, livslång trygghet och stabila sociala relationer ska kunna återupprättas.

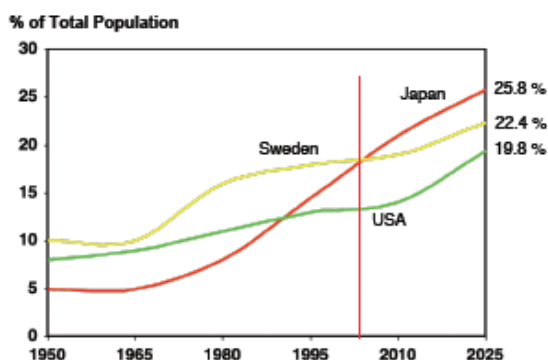
Skälet är att **Japan sitter i en kniptång med två elaka skänklar**. Å ena sidan **demografien**: En åldrande befolkning med låga födelsetal kommer att innebära kraftigt stigande pensions- och sjukvårdskostnader, samtidigt som antalet förvärvsarbetande krymper. Å andra sidan den i särklass största **statsskulden** bland de utvecklade länderna – 160 procent av BNP (fyra gånger mer än i Sverige).

Kombinationen av stora åtaganden å ena sidan och växande finansieringsproblem å den andra skapar en märkbar oro inför framtiden. En av våra föredragshållare, Kenneth Curtis, uttryckte dilemmat så här: Det finns två välfärdsmodeller; den anglosaxiska med låga skatter och låga bidrag, och den europeiska med höga skatter och höga bidrag. Men i Japan råder låga skatter och höga bidrag. Det är ohållbart. Japan måste välja väg.

Sannolikt kommer en japansk lösning att vara stegvis och undvika alla ytterligheter. Alla räknar dock med att det oundvikliga vägvalet kommer att medföra **både skatte-**

höjningar och nedskurna utgifter. Den förre premiärministern Junichiro Koizumi började dra ned de stora offentliga infrastrukturinvesteringarna, men de nödvändiga ingreppen i transfereringssystemen återstår. Sannolikt kommer konsumtionsskatten (en sorts japansk moms) att höjas rejält från dagens låga 5 procent. Den nye premiärministern Shinzo Abe har dock undvikit frågan; tolkningen är att gradvisa skattehöjningar kommer att inledas men inte förrän efter valet till överhuset (i juli).

Antal personer över 65 års ålder



Räcker en motor?

Osäkerheten om framtiden och känslan att obehagligheter förestår lägger en blöt filt över fru Watanabes framtidstro. Konsumentförtroendet ligger lågt, och hushållsparandet har stigit under senare tid (till 14 procent av de disponibla inkomsterna). Detta medför att **den privata konsumtionen vägrar att ta fart**. Därmed saknas den viktigaste motorn för en bred och snabb fortsatt tillväxt; Japan flyger bara på en motor – exportindustrin.

Frågan är hur långt det räcker. En annan av våra föredragshållare, Merrill Lynchs chefekonom Jesper Koll, menade att BNP-tillväxten de kommande fyra-fem åren bör kunna nå 2-2½ procent årligen. Detta är dock en mycket ljus bild, klart över konsensus. IMF uppskattar Japans potentiella till-

växt till ca 1½ procent om året; att siffran är så låg beror i hög grad på att antalet arbetade timmar krymper. Kolls prognos innebär således att Japan skulle fortsätta att växa klart över trend ytterligare den lång period, även efter det att outputgapet nu slutits.

För att detta ska inträffa måste dock flera saker inträffa samtidigt. Byggsektorn måste gå igenom ett kraftigt uppsving – något som inte är omöjligt, givet att utgångsläget är förhållandevis svagt. Men därutöver måste produktiviteten i tjänstesektorn lyfta rejält – vilket blir svårare.

Japans **tjänstesektor är stor och lågproduktiv**. Skillnaden gentemot industriproduktionen är större än i något annat land, har djupa rötter och gäller även inom annars effektiva organisationer. Det bör således noteras att produktionen av tjänster är ineffektiv även *inom* de varuproducerande företagen.

Varför så är fallet går långt utanför ramarna för denna reserapport. Men en icke orimlig tolkning är att skälet ligger i djupa traditioner. Trångboddhet och strikt hierarki gör att japanerna å ena sidan har en lång tradition av precisionsarbete och miniatyrisering, å andra sidan klart avgränsade privata revir där man inte överskrider gränser; såväl språk som ritualer understryker stelheten i relationer människor emellan. Resultatet blir, enligt denna amatörsociologiska analys, industriell och ingenjörsmässig skicklighet, men en stelt fungerande och byråkratisk tjänstesektor.

Långsamt luckras den gamla japanska modellen upp. Reformen av tjänstesektorn utgör en stor potential. Men för egen del har jag svårt att tro att en så omfattande kulturrevolution står för dörren att tjänsteproduktiviteten plötsligt skulle ta ett jätteskutt.

Abe: Mer traditionalist än förnyare

Det politiska läget talar också mot stora kast. Den ekonomiska politiken under Koizumi vreds om mot reformer och privatiseringar, samtidigt som premiärministern tack vare den egna karisman kunde få med sig väljarna mot det egna partiets (LDP) stela strukturer och bossvälde.

Men förnyaren Koizumi har dragit sig tillbaka, och hans efterträdare som premiärminister, **Shinzo Abe, är mycket mer traditionalist**. Han kommer från en inflytelserik politisk släkt, med åtskilliga ministrar i tidigare generationer. Abe har tagit till nåder de traditionalistiska partivänner som protesterade mot Koizumis privatiseringar, och han visar betydligt större förståelse för den fraktionsorganisation som företrädaren ville bryta upp. Hans främsta mål är att förnya konstitutionen (varför och hur har inte riktigt framgått) och att återupprätta respekt för Japan utomlands. Men hans ekonomisk-politiska strategi är diffus. Skattehöjningar lär komma, men i små steg.

Det är svårt att se regeringens förbereda några större reformer som under överskådlig tid skulle kunna bidra till att sätta rejäl fart på byråkrati och tjänsteproduktivitet. Inte heller tror jag att den nuvarande regeringen skulle vilja genomföra större nedskärningar av transfereringssystemen. Min slutsats är att Abe-regimen kommer att kännetecknas mer av att **hanka sig fram** än av djärva reformer. Detta under förutsättning att den överlever valet i sommar. Abes popularitet har fallit de senaste månaderna; en regeringskris efter en valförlust kan inte uteslutas.

Hårt tryck på Bank of Japan

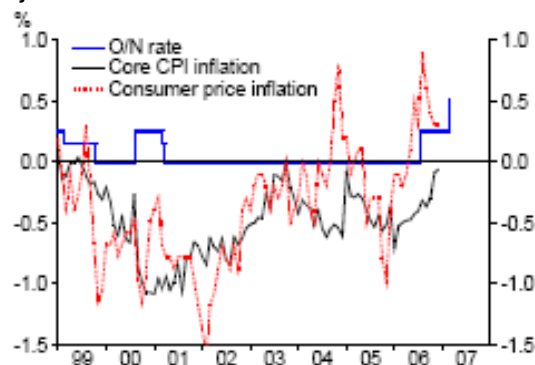
Mot den här bakgrunden är det uppenbart att centralbanken sitter i en svår situation. Om statsskulden ska kunna tas ned till hanterbara nivåer (under 100 procent av BNP)

under de närmaste 6-8 åren måste en rad pusselbitar falla på plats samtidigt.

Konsumtionsskatten måste lyftas med ½-1 procentenhet om året, samtidigt som de offentliga infrastrukturinvesteringarna skalas ned ytterligare, privatiseringarna fortsätter och **socialförsäkringarna reformeras**. Men – och här ligger det svåra – detta får inte knäcka konsumentförtroendet eller bryta nacken av tillväxten.

Det optimala scenariot för Japan vore en årlig BNP-tillväxt på 2½ procent och en inflation på 2 procent. Det skulle ge en hygglig nominell tillväxt och mer manöverutrymme för både regering och hushåll. En så pass låg och stabil inflation är också förenlig med fortsatt låga realräntor, vilket är livsnödvändigt, givet skuldbördan.

Styrränta och inflation



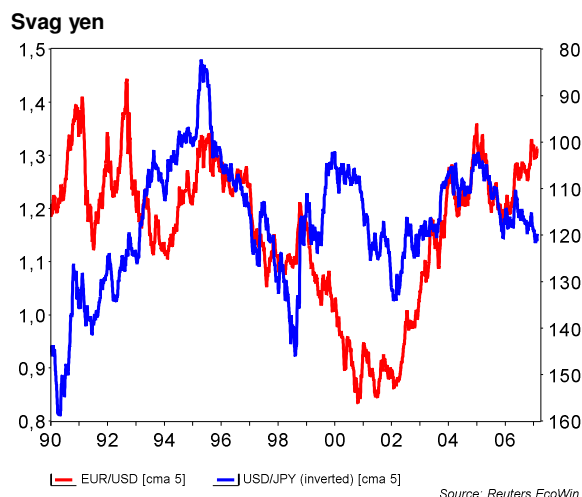
Men mot bakgrund av alla de problem som listats ovan – inklusive krympande befolkning och svag produktivitet i tjänstesektorn – är det svårt att se ens en teoretisk chans att detta scenario skulle kunna förverkligas med annat än att Bank of Japan fortsätter att driva lågräntepolitik. Detta är också helt tydligt vad regeringen vill – och klart signalerar.

Fortsatt mycket **låg styrränta ger två positiva effekter**, med japanska ögon sett. Det underlättar för inflationen att stiga upp mot

den önskade nivån, och det möjliggör en fortsatt svag yen.

Bank of Japan har under senare år talat om att börja "normalisera" sin styrränta, och finansmarknaderna har tidigare prisat in höjningar till en bra bit över 1 procent under nästa år. Men de underliggande svagheterna i den japanska ekonomin har tillsammans med hårt politiskt tryck från regeringen medfört en mycket mer försiktig höjningsprocess än vad som var väntat.

En hygglig BNP-siffra för fjärde kvartalet 2006 gjorde det visserligen möjligt för BoJ att höja sin styrränta från 0,25 procent till 0,5 nu i februari. Det dämpar tillfälligtvis misstankarna om politisk lydighet. Men framöver har jag svårt att tro något annat än att **höjningarna blir ytterst försiktiga**. En höjning till, under andra halvåret 2007, är sannolik. Men därefter vete tusan om det blir något mer. Jag tror alltså att styrräntan under överskådlig tid framöver stannar under 1 procent – lägre än vad jag tidigare trott.



En så låg ränta betyder naturligtvis en fortsatt svag yen – vilket är precis vad regeringen vill ha. Yenen är enligt alla tillgängliga mått rejält undervärderad, något som bl

a syns i handelsöverskottet. Under senare tid har den fallit mot såväl dollarn som euron. En fortsatt mjukvalutapolitik kommer därför att stöta på hård kritik, både från USA och EU. Men ur ett inhemskt japansk perspektiv – med de demografiska och finanspolitiska slagskuggorna allt närmare – är det inte märkligt att man vill ta hjälp av en svag yen, både för att hålla uppe konkurrenskraften och undvika deflation.

En fortsatt svag yen betyder att **valutan fortsätter att vara fundingvaluta**, dvs många kommer att låna i yen och placera i andra valutor. Under senare tid har viss oro förekommit för att denna "carry trade" abrupt skulle upphöra, om BoJ höjer räntan. I så fall skulle yenen stiga skarpt, med åtföljande turbulens – något som skedde 1998 i svallvågorna av Rysslandskrisen. Riskerna för en sådan turbulens ter sig dock just nu inte akuta, med tanke på den bild som här har tecknats.

Men viktigare än de kortsiktiga flöden som kommer av mer eller mindre spekulativ carry trade är att **Japan förblir en betydande kapitalexportör**. Stora bytesbalansöverskott och relativt låg avkastning på hemmaplan kommer att fortsätta att driva japanska placerare utomlands – både vad gäller portföljinvesteringar och direktinvesteringar.

Strålände affärsmöjligheter

Den makroekonomiska bilden av Japan är blandad. Landet har tagit sig upp ur den akuta krisen. Men stora och långsiktiga utmaningar återstår.

Detta betyder dock inte att affärsmöjligheterna i Japan skulle vara små eller negativa för svenska företag. Tvärtom!

Trots utmaningarna framöver gäller att den **japanska ekonomin fortfarande är en av**

världens största (näst störst, efter USA, om man räknar i löpande dollar; tredje störst, efter USA och Kina, om man köpkraftsjusterar). Stortokyo med drygt 30 miljoner invånare är världens i särklass största köpkraftskoncentration. I absoluta tal har BNP de senaste åren ökat mer än den gjort i hela EU sammantaget. Konsumtionen per capita är – trots all osäkerhet om framtiden – den högsta i världen efter Luxemburg. Reallönerna är höga och **japanerna är ett förmöget folk**. Statsskulden må vara stor, men snittfamiljen Watanabe har en finansiell förmögenhet på hela 3 miljoner SEK!

Här finns med andra ord **en gigantisk marknad för den som lyckas få in en fot** – något som tidigare varit svårt, men där chanserna nu ökar i takt med att ekonomin blir öppnare.

Särskilt intressant för svenska företag just nu är den **vidring av konsumentefterfrågan** som kan tänkas ske på grund av demografin. Befolkningen åldras, men samtidigt gör en mer västerländsk syn på giftermål och skilsmässor att antalet hushåll skjuter i höjden. "Life science", erfarenheter av seniorboende, produktion som stöttar kvinnors förvärvsarbete, miljöteknik etc – detta är områden där svenska företag hoppas på

framgångar. Ett exempel är IKEA, som under det gångna året öppnat två stora varuhus utanför Tokyo – efter att i marknadsföringen starkt ha pushat för synen att hemmet och familjen är det viktigaste i livet – inte jobbet...

Den **japanska kapitalmarknaden** är också intressant. De enorma finansiella förmögenheterna har hittills förvaltats konservativt. Fusionerna har varit få, private equity-marknaden har varit liten. Nu förändras allt detta. Nye entreprenörer kliver fram, nyttjar nya finansieringsformer – och japanska placerare fortsätter att exportera kapital i stor skala. Inte minst de kommande utförsäljningarna av statliga svenska företag är något som betraktas med intresse i Tokyos finanskvarter.

Svenska företag har haft svårt att etablera sig i Japan, med dess annorlunda kultur, slutna affärsliv och krav på perfektion. Men i takt med att landet öppnar sig alltmer, kommer möjligheter att uppstå för den som är långsiktig.

Klas Eklund
klas.eklund@seb.se

Ekonomisk Analys:

Klas Eklund, chefekonom	+46 8 763 80 88	klas.eklund@seb.se
Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys	80 67	hakan.frisen@seb.se
Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent	80 77	ann.lavebrink@seb.se
Bo Enegren, ekonom	80 79	bo.enegren@seb.se
Mikael Johansson, ekonom	80 93	mikael.johansson@seb.se
Tomas Lindström, ekonom	82 97	tomas.z.lindstrom@seb.se

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.