

De opmars van de Japanse yen

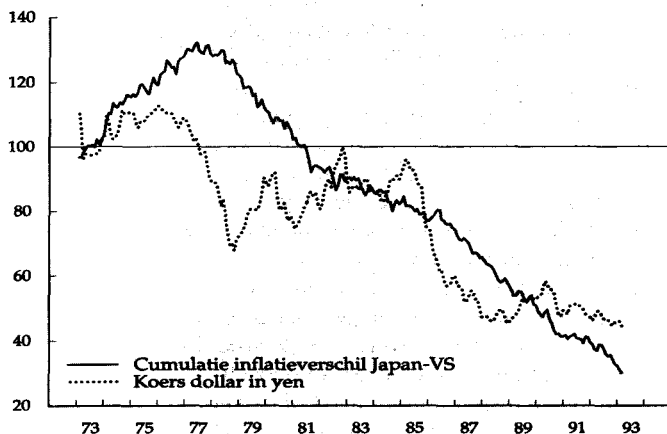
G.L.J. de Vrij*

De trendmatige appreciatie van de yen ten opzichte van de dollar is in 1992 onderbroken door de conjuncturele neergang, de prijsdeflatie van aandelen en grond en de zwakte van het financiële systeem. In 1993 lijkt de yen zijn opmars weer te zullen hervatten, gedragen door het forse overschot op de handelsbalans en de op appreciatie aandringende handelspolitiek van de VS.

In de afgelopen periode heeft de Japanse yen de opmars van de Amerikaanse dollar ten opzichte van het Europese valutablok vrij moeiteloos weten te volgen. In de aanloop naar een onderhoud tussen de ministers van Financiën van de VS en Japan steeg de yen/dollarkoers onlangs zelfs significant. Deze kracht van de yen is opmerkelijk, aangezien via een verlaging van het Japanse officiële disconto met 0,75 procentpunt tot 2,5%, het renteververschil met de VS juist nadelig werd beïnvloed. Bovendien bevindt de Japanse conjunctuur zich nog op een vrijwel ongekend dieptepunt. En er mag worden verwacht dat er ook in de komende periode problemen zullen verschijnen in het Japanse financiële bestel. Dit roept vragen op over de houdbaarheid van de huidige yen/dollarverhouding¹.

In dit artikel worden de structurele determinanten van de wisselkoers van de yen getraceerd. Vervolgens zal de aandacht zich concentreren op de korte-termijndeterminanten. Geconcludeerd wordt dat de opmars van de yen gerechtvaardigd lijkt en zelfs in de loop van dit jaar zal doorzetten.

Figuur 1. Wisselkoers yen/dollar en cumulatieve inflatieverschillen Japan-VS, 1973 = 100



Appreciatietrend van de yen

Tijdens Bretton Woods noteerde de yen 360 per Amerikaanse dollar, zodat de dollarwaarde van de yen sinds 1970 verdrievoudigd is. Dat de Japanse yen ten opzichte van de dollar apprecieert is op zich niet vreemd. Een van de drijvende krachten achter deze wisselkoers beweging is te zien in figuur 1.

Inflatieverschillen

In figuur 1 is het cumulatieve inflatieverschil tussen de VS en Japan afgezet tegen de wisselkoersontwikkeling. Het is opmerkelijk dat deze figuur suggereert dat de huidige dollar/yenverhouding een redelijke afspiegeling is van de koopkrachtpariteitsverhouding gemeten door middel van het consumptieprijspeil, zij het dat er sprake lijkt van enige onderwaardering.

Na het definitieve opbreken van Bretton Woods en het 'Smithsonian Agreement' deprecieerde de dollar ten opzichte van de Europese munten scherp. Ten opzichte van Japan volgde deze koerscorrectie pas later. Zo lijkt een aanvankelijk zwakke Japanse yen om te slaan in een overwaardering ten opzichte van de dollar (overshooting) in de periode 1977-1978. Deze wisselkoerscorrectie trad op ondanks forse inspanningen van de Bank van Japan om de beweging geleidelijk te laten verlopen via interventies en scherpere kapitaalrestricties. Na 1977-1978 volgde een relatief lange periode van consolidatie van de yen/dollarverhouding. Figuur 1 suggereert dat er begin 1985 wederom sprake was van een onderwaardering van de yen.

In figuur 1 is de nadruk gelegd op cumulatieve inflatieverschillen als drijfveer achter de trendmatige appreciatie van de yen. Deze relatief gunstige inflatieprestatie van Japan en de ondersteuning voor de internationale concurrentiepositie die hieruit voort-

* De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau Buitenland van ABN Amro.

1. De aandacht gaat voornamelijk uit naar de yen/dollarverhouding vanwege het feit dat de Japanse valutaire oriëntatie veel sterker is gericht op de dollar dan op het EMS.

vloeit kent belangrijke achterliggende oorzaken. Aan deze oorzaken kan dan ook eveneens de appreciatiedruk op de yen worden toegeschreven.

Factorproductiviteit versus loonkosten

Ten eerste geldt dat de groei van de totale factorproductiviteit in Japan al sinds 1960 veel hoger ligt dan in de OESO gemiddeld, terwijl de Verenigde Staten relatief slecht presteert². Zo lag de groei van de factorproductiviteit in het relatief kapitaalintensieve Japan in de periode 1979-1990 nog gemiddeld op 2,0% terwijl de VS slechts 0,1% en Duitsland 0,9% behaalden. Hiermee samenhangend kan een tweede argument voor een trendmatige appreciatie worden genoemd, namelijk de gunstige ontwikkeling van de loonkosten per eenheid produkt in Japan. In de periode 1979-1989 namen deze toe met slechts 1,0% (vergelijk: VS 4,7%, Duitsland 2,4%).

In 1992 en 1993 is er sprake van een trendbreuk in de ontwikkeling van de factorproductiviteit en de loonkosten per eenheid produkt. De scherpe afkoeling van de Japanse conjunctuur in combinatie met het systeem van 'levenslange werkgelegenheid' hebben de arbeidsproductiviteit scherp doen inzakken en de loonkosten per eenheid produkt opgejaagd. Niettemin zal de inflatie hierdoor niet toenemen. Naar verwachting boekt Japan in 1993 een gemiddelde toename van de inflatie van iets meer dan 1%, waardoor het inflatieverschil met het buitenland verder oploopt en de appreciatietrend wordt ondersteund.

Korte-termijndeterminanten van de yen

De hierboven beschreven structurele determinanten zijn vanzelfsprekend ook werkzaam op korte termijn, zij het dat het belang van deze factoren gemakkelijker overvleugeld kan worden door meer door de conjunctuur geïnspireerde factoren. Op kortere termijn staat de koers van de yen onder invloed van zowel ondermijnende als ondersteunende factoren. De ondermijnende factoren liggen momenteel met name op het vlak van de conjunctuur en het financiële systeem, terwijl de ondersteunende factoren op dit moment vrijwel uitsluitend zijn toe te schrijven aan de ontwikkelingen op de betalingsbalans en de internationale handelspolitiek.

Wisselkoersondermijning

Deflatie van aandelen- en grondprijzen

De Nikkei-index sloot het jaar 1992 af met een jaarop-jaar verlies van 26,4% en de grondprijzen in de zes grote steden van Japan lagen in het derde kwartaal van 1992 20% lager dan een jaar eerder. Deze grondprijzsdaling en de aderlating van de beurs van Tokio zijn het gevolg van het sinds 1989 gevoerde beleid van de Japanse overheid dat als doel had de zogeheten speculatieve luchtbel uit de economie te halen. Het beursklimaat is dusdanig onzeker dat alleen buitenlandse beleggers die bereid zijn een hoog risico voor lief te nemen, interesse voor Japanse schuldtitels hebben. Ook beleggingen in de onroerend-goedsector zijn zeer risicovol gebleken.

Conjunctuur en sentiment

De enorme prijsdeflatie van aandelen en grond heeft de reële economie via het welvaartseffect niet ongemoeid gelaten. De oorspronkelijke groei-doelstelling voor het bnp van 3,5% voor het begrotingsjaar 1992/1993 zal dan ook met ruim twee procentpunten worden gemist en een conjunctuurherstel is nog niet in zicht. Het niveau van de industriële productie ligt ruim 8% lager dan een jaar eerder, terwijl de aanpassing van de voorraadcyclus nog steeds niet is voltooid en de groei van de orders zwaar negatief blijft. Het producenten- en consumentenvertrouwen gaat door een uiterst diep dal en de detailhandelsverkoop waren eind vorig jaar ruim 7% lager dan een jaar eerder. Een dergelijk conjunctuurbeeld zou normaal gezien in meerdere opzichten schadelijk moeten zijn voor de koers van de yen.

Monetair beleid

Van belang is eveneens dat de neergaande economie geleid heeft tot een zestal verlagingen van het officiële disconto, waardoor de korte rentever verschillen met Europa en de VS negatief zijn beïnvloed. Ook de lange rente staat reeds gedurende lange tijd onder neerwaartse druk vanwege de afkoelende conjunctuur en de wegebbende inflatoire spanningen.

Financieel systeem

Aan deze conjuncturele malaise kan nog toegevoegd worden dat het Japanse financiële systeem momenteel uiterst kwetsbaar is. Dit is vooral te wijten aan de slechte leningen die ten tijde van het ontstaan van de speculatieve luchtbel zijn verstrekt, en waarvan de onderpanden (vooral grond) vervolgens scherp in waarde zijn gedaald³. De officiële omvang van deze leningen bedroeg eind september 1992 ¥ 12,3 biljoen en de algemene verwachting is dat bedrag nog aanmerkelijk hoger zal uitvallen.

Voorts speelt een rol dat de Japanse banken eind maart aan de solvabiliteitseisen van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) dienen te voldoen. Het lijkt er op dat het gros van de Japanse banken inmiddels voldoet aan deze eisen, maar de marges blijven dusdanig krap dat de banken kritisch afhankelijk blijven van de ontwikkelingen van de grondprijzen en de beurs van Tokio. Illustratief voor de spanningen is de 'dwingende aanbeveling' van het Japanse ministerie van Financiën aan de banken om af te zien van verkoop van effecten ter opschoning van de balansen eind maart. Dit ter voorkoming van een massale verkoopgolf die de Nikkei-index (en hiermee het bancaire eigen vermogen) onder kritieke druk zou zetten.

Een parallelle poging om een crisis in het Japanse bankwezen te keren is de recente oprichting van een clearing-instituut, dat de slechte leningen inclusief onderpand opkoopt met door de banken zelf in-

2. De groei van de totale factorproductiviteit is een gewogen gemiddelde van de groei van de arbeids- en kapitaalproductiviteit. Bron: OESO, *Economic Outlook*, december 1992, blz. 151.

3. Slechte leningen zijn leningen waarover minstens een half jaar geen rentebetalingen zijn ontvangen.

gebrachte middelen. Met de verkoop (aan het instituut, dus zichzelf) boeken de banken een verlies hetgeen de belastingverplichtingen drukt. Het instituut zal vervolgens, eventueel pas na jaren, de grond van de hand doen zonder de prijzen op een ongunstig moment onder sterke neerwaartse druk te plaatsen.

Wisselkoersondersteuning

De betalingsbalans

De meest belangrijke ondersteuning voor de yen vloeit voort uit de grote onevenwichtigheden op de betalingsbalans van Japan (zie figuur 2). Hierdoor overtreft de vraag naar de Japanse munt sterk het aanbod. Het overschot op de betalingsbalans komt voornamelijk tot stand door het surplus op de lopende rekening dat in 1992 \$ 118 mrd bedroeg, ofte wel 3,2% van het bnp. Een dergelijke omvang is in het verleden nog nooit geboekt. Dit overschot wordt hoofdzakelijk gegenereerd in het handelsverkeer. Het dienstenverkeer bleef in 1992 licht negatief.

Het tekort op de kapitaalrekening zorgt op zichzelf voor een neerwaartse druk op de koers van de yen, maar de omvang van het tekort (\$ 10 mrd voor het korte resp. \$ 28 mrd voor het lange kapitaalverkeer) steekt schril af tegen het overschot van \$ 118 mrd op de lopende rekening.

Overschot handelsbalans

De hoofdoorzaak voor het overschot op de handelsbalans kan worden gezocht in de scherpe afkoeling van de conjunctuur en niet zozeer in een reële onderwaardering van de Japanse yen. De toename van het overschot in het handelsverkeer lijkt namelijk vooral veroorzaakt door een daling van het importvolume, voortvloeiend uit de binnenlandse bestedingsrecessie, hetgeen gepaard ging met een daling van de importquote van 16,1% in het tweede kwartaal van 1990 tot slechts 14,0% in het vierde kwartaal van 1992.

De groei van de goederenexport is zeer gematigd en lijkt dus niet de hoofdoorzaak van het overschot op de handelsbalans. De trage expansie van

de export valt juist terug te voeren op de terugval van de relevante wereldhandel en de geleidelijke verslechtering van de Japanse concurrentiepositie door de appreciatie van de effectieve yenkoers uit het verleden.

Kapitaalrekening

Het lange-kapitaalverkeer liet in 1992 een zeer opmerkelijke omslag zien. In 1991 werd er nog een overschot geboekt ter waarde van US\$ 37 mrd, terwijl in 1992 een terugval naar een netto kapitaaluitstroom van US\$ 28 mrd optrad.

Sinds begin 1990 zwakt de interesse van Japan voor het buitenland zeer sterk af. Hierbij spelen de problemen in eigen land een grote rol. Dit leidde tot repatriëring van kapitaal om de financiële problemen in eigen land het hoofd te bieden. Ook de basis in de Amerikaanse en Europese conjunctuur heeft vanzelfsprekend een aandeel gehad in de afvlakken van de interesse van Japan in het buitenland.

De ontwikkeling van de kapitaalvoer in Japan ontwikkelt zich zo mogelijk nog opzienbarender. Gedurende 1991 blijkt het buitenland in het algemeen te hebben verwacht dat de grootste afwaardering van de Nikkei-index achter de rug was. Pas begin 1992 keerde het tij en daalde de kapitaalvoer in Japan spectaculair.

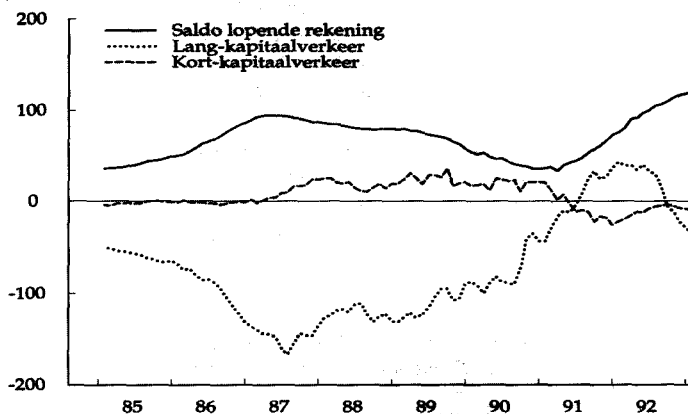
Evaluatie invloed betalingsbalans

Naar verwachting zullen de ontwikkelingen op de Japanse betalingsbalans de yen ook in 1993 onder opwaartse druk plaatsen. De conjunctuur zal in 1993 leiden tot een overschot op de lopende rekening van een ongeveer gelijke omvang als in 1992 het geval was. Daarbij komt dat de solvabiliteitseisen van de BIB repatriëring van Japans kapitaal op gang houden. Ook door het jaar heen lijkt kapitaalvoer voor Japan weinig opportuun. Daarentegen lijkt aan de daling van de kapitaalvoer onder invloed van een voorzichtig herstel van de conjunctuur dit jaar een einde te komen. Per saldo zal het lange kapitaalverkeer hierdoor wederom afbuigen in de richting van een eventueel overschot. Zodoende zal in 1993 het overschot op de betalingsbalans, onder veronderstelling van een gelijkblijvend saldo van het kortekapitaalverkeer, de US\$ 80 mrd overtreffen.

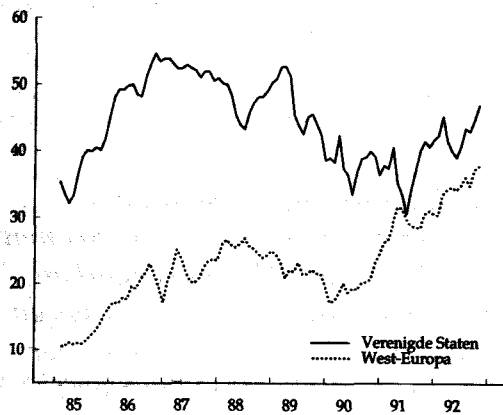
Handelspolitiek VS

Van groot belang voor de visie op de yenkoers is de inschatting van de politieke reactie op het surplus op de handelsbalans. De Japanse autoriteiten volgen met argusogen de handelspolitiek van de nieuwe president van de VS. Het is waarschijnlijk dat het geleidelijke ontsporen van de bilaterale handelsbalans tussen de beide naties (zie figuur 3) hoger dan voorheen op de Amerikaanse buitenlands-politieke agenda komt. Overigens is de bilaterale handelsbalans van Japan met Europa vele malen sterker verslechterd dan die met de VS. De slagvaardigheid van het Europese handelsbeleid is evenwel beperkter en de yen heeft onlangs een forse appreciatie ten opzichte van het Europese valutablok te zien gegeven, waarmee enige wind uit de zeilen is genomen.

Figuur 2. Ontwikkeling van de betalingsbalans van Japan, twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde, \$ mrd.



Figuur 3. Bilaterale handelsbalansen van Japan met de VS en West-Europa, driemaands voortschrijdend gemiddelde, \$ mrd.



Per saldo lijkt er met de komst van president Clinton een verschuiving op te treden inzake de oplossing van het handelsprobleem. Tijdens de periode-Bush werd in Japan de oplossing nog gezocht in een stimulering van de Japanse economie om de import op deze wijze te voorzien van een nieuwe impuls. Het naar voren halen van begrotingsuitgaven en de hierop volgende aankondiging van een additionele begroting van ¥ 10,7 biljoen werden in Amerikaanse kringen dan ook enthousiast ontvangen. Zelfs een verlaging van het officiële disconto werd geïnterpreteerd als een maatregel ter bestrijding van het handelsoverschot. Het aanzwengelen van de Japanse binnenlandse bestedingen werd een hogere waarde toegekend dan het eventuele neerwaartse effect op de koers van de Japanse yen.

Clinton lijkt zich juist meer te gaan richten op het micro-economische niveau. De discussie over de toegankelijkheid van de Japanse markt voor buitenlandse export en kapitaal wordt dan nieuw leven ingeblazen. Daaraan wordt toegevoegd dat een verdere stijging van de waarde van de yen zeker niet onwenselijk zal worden geacht. De financiële markten hebben hierop reeds ten dele geanticipeerd.

Evaluatie: de yen in 1993

Tot voor kort werd de appreciatietrend van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar doorbroken door wisselkoersondermijnende factoren. De koers van de yen stond onder druk van de conjunctuur en de kwetsbaarheid van het financiële bestel, de nadelige renteversillen en het negatieve sentiment. Dat de yen desondanks geen kracht heeft in hoeven te boeten ten opzichte van de dollar, kan mede verklaard worden uit de trendmatige appreciatie die de yen/dollarverhouding te zien heeft gegeven de afgelopen jaren. Een stabiele koersverhouding betekent in deze zin een onderbreking van de lange-termijntrend.

Onlangs is er echter sprake geweest van een accentverschuiving. In de determinatie van de yenkoers is het gewicht van de ontwikkelingen op de

betalingsbalans duidelijk toegenomen. Hiermee lijkt de handelsbalans de belangrijkste determinant van de yenkoers te zijn geworden. Dit gebeurt aan de vooravond van de besprekingen van de Groep van Zeven in juli van dit jaar. Ondanks het feit dat het weinig waarschijnlijk is dat de Amerikaanse regering onder leiding van Clinton aanstuurt op een handelsconflict, is de Amerikaans-Japanse handelsrelatie wel aan wijziging onderhevig. Het zwaartepunt bij de bestrijding van de handelsonevenwichtigheden zal verschuiven van stimulering van de Japanse conjunctuur naar het verder openen van de Japanse markt voor het buitenland. Europa zal zich in deze kwestie gaarne scharen aan de zijde van de VS. De rol die de koers van de Japanse yen hierbij speelt zal niet langer gemarginaliseerd worden, alhoewel dit bij de huidige slechte exportprestaties weinig Japans animo op zal roepen.

De onevenwichtigheden op de Japanse betalingsbalans wijzen zonder twijfel op een potentiële opmars van de yen, zowel ten opzichte van de VS als ten opzichte van Europa. Wanneer de Japanse conjunctuur later dit jaar via Keynesiaans stimuleringsbeleid door het dode punt wordt geduwd, wordt de belangrijkste belemmering voor een verdere appreciatie van de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Europese valuta weggenomen.

Gerlof de Vrij