

## Financiële markten

# Kapitaalstromen en de yen

Op 2 november werd op de internationale valutamarkten een nieuw naoorlogs dieptepunt van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de Japanse yen genoteerd van 96,2 yen per dollar. Sindsdien is de Amerikaanse munt slechts in zeer beperkte mate hersteld. Momenteel ligt de wisselkoers rond 98 yen per dollar.

De zwakte van de Amerikaanse dollar vindt voor een deel zijn oorzaak in de gewijzigde manier waarop de Verenigde Staten hun tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans financieren. Konden de Verenigde Staten in de jaren tachtig dit tekort nog financieren met een omvangrijke import van lang kapitaal, vooral uit Japan, in de jaren negentig is de VS van netto-importeur een netto-exporteur van lang kapitaal geworden. Niet alleen hebben Amerikaanse pensioen- en beleggingsfondsen in toenemende mate hun beleggingen gediversificeerd over buitenlandse markten, er is tegelijkertijd sprake van een verminderde belangstelling van buitenlandse beleggers voor Amerikaanse langlopende beleggingen. Deze wijziging in beleggersvoorkeuren heeft ertoe geleid dat de Verenigde Staten momenteel te kampen hebben met zowel een tekort op de lopende rekening van de beta-

lingsbalans als een tekort in het lange kapitaalverkeer met het buitenland.

Het tekort op de Amerikaanse lopende rekening bedraagt thans zo'n \$ 130 mrd en het tekort bij het lange kapitaalverkeer circa \$ 50 mrd. Dit heeft de VS afhankelijk gemaakt van de import van kortlopend kapitaal dat met name uit Japan komt. In deze bijdrage zal nader worden ingegaan op deze wijziging van beleggingsstromen tussen de VS en Japan, een ontwikkeling die naar alle waarschijnlijkheid heeft bijgedragen aan de eerder dit jaar in Europa opgetreden daling van de obligatiekoersen. Tevens zal worden ingegaan op de vooruitzichten voor de wisselkoers van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

### Lang kapitaal blijft weg uit VS

In de jaren tachtig en begin jaren negentig waren Japanse beleggers de belangrijkste financierders van het tekort op de Amerikaanse lopende rekening. Nog steeds stelt het enorme overschot op de lopende rekening Japanse beleggers in staat deze rol te vervullen. In 1993 werd in Japan een recordoverschot op de lopende rekening geregistreerd ter grootte van \$ 131,4 mrd en in de eerste negen maanden van 1994 is dit overschot slecht mondjasmaat gedaald met zo'n 2% ten opzichte van dezelfde negen maanden een jaar eerder. Hoewel het overschot op de lopende rekening omvangrijk is gebleven, zijn Japanse beleggers sinds het begin van dit jaar niet meer in dezelfde mate als voorheen bereid het Amerikaanse handelstekort te financieren. In het eerste kwartaal van 1994 kende Japan naast het gebruikelijke overschot op de lopende rekening zelfs ook een overschot op het lange-kapitaalverkeer met het buitenland, dat wil zeggen dat de invoer van lang kapitaal de uitvoer overtrof.

Al geruime tijd zijn Japanse beleggers bezig het belang van de Verenigde Staten in hun beleggingsportefeuille te verminderen. Ging in 1985 nog 72% van de totale kapitaaluitvoer van Japan richting de VS, in 1993 was dit aandeel gehalveerd tot 36%. Ook wat betreft directe investeringen in het buitenland door Japan is er de laatste jaren een beweging gaande ten nadele van de VS.

Naast het toegenomen belang van met name Azië voor de Japanse eco-

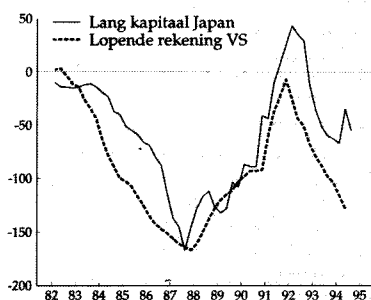
De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

nomie vloeit de tanende belangstelling van Japanners voor Amerikaanse beleggingen ook voort uit de in het verleden, vanwege de waardedaling van de dollar ten opzichte van de yen, geleden valutaverliezen. Tussen 1985 en 1993 daalde de Amerikaanse dollar met gemiddeld 6% per jaar in waarde ten opzichte van de Japanse munt.

Het hoeft dan ook geen verbazing te wekken dat in het huidige klimaat, waarin algemeen wordt getwijfeld aan de waardevastheid van de Amerikaanse dollar, er bij Japanse beleggers sprake is van een zeer terughoudende opstelling ten aanzien van financiële beleggingen in de VS. Het verschil in rentevergoeding tussen Amerikaanse en Japanse obligaties biedt Japanse beleggers momenteel onvoldoende compensatie voor het gepercipieerde wisselkoersrisico. De huidige inflatie van bijna nul procent in Japan en tegen de drie procent in de VS resulteert in beide landen, bij een nominale tienjaars rente van 4,6% resp. 7,8%, in nagenoeg een zelfde reëel renteniveau van om en nabij de vijf procent. Als gevolg van het te geringe renteverval tussen de VS en Japan is de centrale bank van Japan genoodzaakt geweest om veelvuldig op de valutamarkten te interveniëren ten einde een verdere waardestijging van de yen tegen te gaan. Tot nu toe heeft de Japanse centrale bank dit jaar ongeveer een kwart van het overschot op de lopende rekening teruggesluisd naar het buitenland.

Het zijn overigens niet alleen Japanse beleggers die het hebben laten afweten bij de financiering van het Amerikaanse spaartekort. Ook Amerikaanse beleggers hebben nu een veel groter deel van hun vermogen buiten Amerika geïnvesteerd. Omdat Japan het enige land van betekenis is met een substantieel spaaroverschot betekent dit dat, direct of indirect, de VS steeds meer een beroep is gaan doen op kort Japans kapitaal.

**Figuur 1. Saldo lopende rekening VS en uitvoer Japans lang kapitaal, \$ mrd., jaarbasis**



**Dure yenleningen**

Met name sinds het midden van 1993 luiden deze door het Japanse bankwezen verstrekte kortlopende leningen steeds meer in Japanse yen.

Mede gezien de in het verleden geleden valutaverliezen als gevolg van de waardedaling van de dollar ten opzichte van de yen, zijn Japanse banken steeds minder vaak bereid gebleken om nieuwe leningen in dollars te verstrekken. De kortlopende Japanse leningen zijn door de Amerikanen gebruikt ter financiering van het tekort op de lopende rekening, maar ook voor de aankoop van aandelen en obligaties in het buitenland. De belangrijke rentedaling in Duitsland in de tweede helft van 1993 en aan het begin van 1994 viel nagenoeg samen met een enorme toename van in Japanse yen gedenomineerde kortlopende leningen verstrekt aan buitenlanders (zie figuur 2).

Aanvankelijk leken die yenleningen, met een Japanse rente van om en nabij 2% nominaal, gevoegd bij een destijds algemene verwachting dat de yen in waarde zou dalen, niet duur. Maar toen de yen in februari van dit jaar een belangrijke appreciatie ten opzichte van de dollar liet zien, tussen februari 1994 en december 1993 steeg de yen met bijna 7%, bleken deze leningen toch wel erg kostbaar uit te vallen. Een ontwikkeling die in een aantal gevallen heeft geleid tot een haastige verkoop van de met de yenleningen gekochte effecten en zodoende naar alle waarschijnlijkheid heeft bijgedragen aan de daling van obligatiekoersen in Duitsland en andere Europese landen. De piek van de in Japanse yen gedenomineerde leningen viel nagenoeg samen met de eerder dit jaar in januari bereikte top van obliga-

tiekoersen op de Duitse en andere Europese obligatiemarkten.

Naarmate de in de afgelopen twaalf maanden verstrekte yenleningen nog niet zijn terugbetaald betekent dit dat er nog een latente vraag naar yennen bestaat. Voor Japanse beleggers zal de hieruit resulterende opwaartse druk op de yen de belangstelling voor Amerikaanse financiële beleggingen voornamelijk afschrikken houden. Geen klimaat dat bijdraagt aan een waardedaling van de yen.

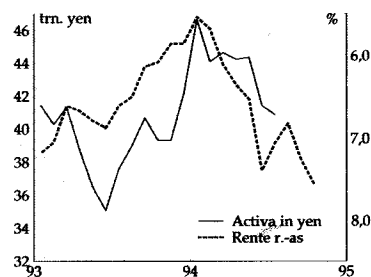
**Tij van yenstromen wijzigt**

Er zijn echter aanwijzingen dat het tij ten nadele van de yen begint te keren. Zo wordt steeds duidelijker dat het overschot op de lopende rekening van Japan definitief de weg naar beneden is ingeslagen. Met name als gevolg van een sterk groeiende invoer is in het derde kwartaal van 1994 het overschot op de lopende rekening meer dan 8% lager uitgekomen dan in hetzelfde kwartaal van 1993. Cijfers over het verloop van de handelsbalans in oktober hebben tevens een daling van het politiek gevoelige bilaterale handelsoverschot met de VS laten zien. Het handelsoverschot met de VS daalde in oktober met 6,6% ten opzichte van dezelfde maand een jaar eerder; de eerste daling sinds februari 1994. Wij verwachten dat deze ontwikkelingen zullen doorzetten in de komende maanden.

Niet alleen zal een herstel van de Japanse economie leiden tot een verdere vermindering van het overschot op de lopende rekening, maar ook is een opleving van de buitenlandse directe investeringen te verwachten. Beide ontwikkelingen werken in de richting van een zwakkere yen.

Toch lijkt de Amerikaanse dollar pas echt aan zijn opmars vis-à-vis de yen te kunnen beginnen wanneer er ook bij de beleggingsstromen een ommekeer plaatsvindt. Dit moment zou wel eens zeer nabij kunnen zijn nu voor het eerst sinds 1989 de reële korte rente (op jaarbasis) in de VS hoger is komen te liggen dan in Japan. De korte rente in de VS bedraagt momenteel circa 5,8% bij een inflatie van tegen de drie procent, terwijl er in Japan sprake is van een korte rentestand van 2,2% en een inflatie van bijna nul. Hierdoor begint het verstrekken van in dollar gedenomineerde leningen weer aantrekkelijker te

**Figuur 2. Kortlopende activa Japanse 'Authorized Foreign Exchange Banks' gedenomineerd in Japanse yen en lange rente Duitsland (invers afgebeeld)**



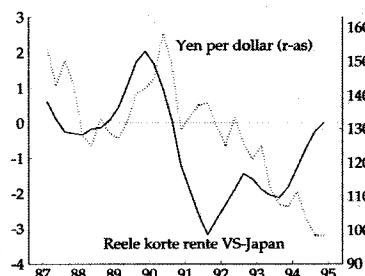
worden vergeleken met in Japanse yen gedenomineerde leningen. Bovendien lijkt het erop, gezien de ontwikkelingen op de financiële markten van vorige week, dat aan de stijging van de lange rente in de VS een einde is gekomen. Indien bij beleggers het idee zal gaan postvatten dat dit inderdaad het geval is, zal dit kunnen leiden tot een ophoping van hun belangen in de VS en dientengevolge een belangrijke instroom van lang kapitaal in de VS, ook vanuit Japan.

**Conclusie**

Veel waarnemers hebben in het afgelopen jaar een verzwakking van de yen ten opzichte van de dollar voorspeld. Tot op heden is de yen echter ijzersterk gebleven. Op 2 november bereikte de Japanse munt zelfs weer een nieuw naoorlogs record. Eerder hebben wij reeds gewezen op de risico's dat die alom verwachte depreciatie van de yen zou kunnen uitblijven<sup>1</sup>. Thans denken wij echter dat het moment nabij is dat de yen wel in waarde zal gaan dalen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Wij verwachten dat in het komende halfjaar de Japanse munt, vanaf het huidige wisselkoersniveau van 98 yen per dollar, zal verzwakken richting 110 yen per dollar.

**Maarten Leen**

**Figuur 3. Verschil in reële korte rente tussen VS en Japan (12 mma) en yen/dollar wisselkoers**



1. M. Leen, Zwakkere yen twijfelachtig, *ESB*, 27 april 1994, blz. 400-401.