

## Zwakkere yen twijfelachtig

Met het ontluiken van de voorjaarsbloesem in Japan worden daar ook de eerste tekenen van voorzichtig economisch herstel zichtbaar. De industriële productie is in drie van de vier laatste maanden toegenomen en gezinnen geven al sinds oktober vorig jaar meer uit vergeleken met een jaar eerder. In januari lagen, voor het eerst sinds bijna twee jaar, ook de orders voor nieuwe machines op een hoger niveau dan twaalf maanden terug. Het gunstige economische nieuws heeft er toe geleid dat de consensusraming voor de groei van het bruto binnenlands produkt in 1994 nu 0,6% bedraagt; het dubbele van de raming van vorige maand.

Niettemin wordt het prille herstel van de Japanse economie bedreigd door de koersontwikkeling van de Japanse yen. Toenemende Amerikaanse ontevredenheid over de voortgang van de handelsbesprekingen met Japan en de in Japan ontstane politieke crisis na het aftreden van premier Hosokawa hebben de yen in waarde doen stijgen tot een niveau van rond de 103 yen voor één Amerikaanse dollar. In januari noteerde de Japanse munt gemiddeld nog rond de 110 yen. De afgelopen weken

heeft de centrale bank van Japan regelmatig geïntervenieerd om een wisselkoers van tenminste 103 yen tegenover de dollar te ondersteunen.

De algemene verwachting is dat de yen de komende twaalf maanden zal verzwakken tot een niveau van ca. 115 yen per dollar. Blijft echter depreciatie uit, dan ontstaat het risico dat ook 1994 een jaar van economische stagnatie wordt. Berekeningen wijzen uit dat een appreciatie van de yen met 10% de groei van de Japanse economie met circa 0,5% bbp zou verminderen (zie kader).

Wat zijn de argumenten waarop de verwachting van een zwakkere yen gebaseerd is? De algemene redenering is dat een aantrekkende binnenlandse economie zal leiden tot een vermindering van het overschot op de Japanse handelsbalans. Een geringer overschot en in het verlengde daarvan een vermindering van de politieke handelsspanningen resulteren volgens deze redenering in een zwakkere yen. Ook zou het rentever-schil tussen de VS en Japan de komende tijd nadelig voor de yen gaan uitwerken. Bovendien zou de politiek onzekere situatie in Japan de positie van de yen ondermijnen.

### Vraagtekens bij zwakkere yen

Er zijn echter een aantal kanttekeningen te maken bij deze redenering.

Ten eerste kan meer dan 85% van het handelsoverschot van Japan worden toegeschreven aan slechts vijf landen (de Verenigde Staten en de vier Aziatische tijgers Hongkong, Singapore, Taiwan en Korea), die allen een veel hogere groei vertonen dan Japan. Gezien deze geografische

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.

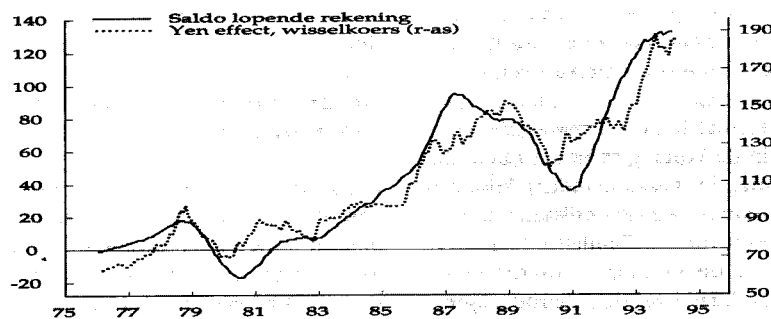
structuur van de Japanse handelsbalans lijkt een snelle vermindering van het totale handelsoverschot onwaarschijnlijk, zelfs als dat met Europa, zoals wordt verwacht, verder afneemt.

Ten tweede staat het op voorhand niet vast dat een eventueel wél afnemend Japans handelsoverschot de handelspolitieke spanning tussen de VS en Japan snel zal verminderen. Zo is het niet aannemelijk dat het totale handelstekort van de VS hierdoor al op korte termijn belangrijk zal afnemen. Vanwege de sterke groei in Amerika neemt de invoer vooralsnog sneller toe dan de uitvoer. De vastberadenheid van de regering-Clinton om voor Amerikaanse bedrijven een groter aandeel op de buitenlandse markten te bewerkstelligen, maakt de kans klein dat de VS een belangrijke waardedaling van de yen snel zullen accepteren. Inmiddels hebben de Amerikaanse autoriteiten voldoende duidelijk gemaakt dat ook politieke problemen in Japan geen argument zijn om op dit gebied even pas op de plaats te maken. Het is dan ook niet te verwachten dat de op de financiële markten heersende angst voor Amerikaanse invoerheffingen snel zal verdwijnen.

Ten derde blijkt het rentever-schil tussen de VS en Japan, de waarde van de yen vooralsnog niet te ondermijnen.

Zo is in de eerste maanden van dit jaar de kapitaalvoer gestegen, terwijl de kapitaaluitvoer juist afnam. Per saldo was er in januari en februari sprake van een instroom van lang kapitaalverkeer van gemiddeld 12,7 miljard dollar per maand. In het laatste kwartaal van 1993 was er daarentegen nog sprake van een netto uitstroom van lang kapitaal. De vraag naar yennen is dus, ondanks het zich in het voordeel van de Amerikaanse dollar ontwikkelende rentever-schil, gestegen.

**Figuur 1. Lopende rekening Japan (\$ mrd) en effectieve wisselkoers Japanse yen (index)**



Tabel 1. Kerngegevens betalingsbalans Japan (\$ mrd)

	1990	1991	1992	1993	1993-IV <sup>a</sup>	1994 <sup>b</sup>
<b>Saldo lopende rekening</b>	<b>35,8</b>	<b>72,9</b>	<b>117,6</b>	<b>131,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,4</b>
Saldo lange-kapitaalverkeer	-43,6	37,1	-28,5	-78,3	-14,3	12,7
• saldo effectentransacties	-36,0	-6,3	-33,9	-31,9	-11,2	12,5
• netto directe investeringen	-46,3	-29,4	-14,5	-13,6	-1,5	-1,5
• netto kredietverlening	7,7	25,4	12,2	-2,0	-1,2	0,3
• leningen Jap. bedrijven v.h. buitenland	30,9	47,3	7,6	-30,9	-0,4	1,0
Aankoop Japanse effecten d. buitenland	3,7	68,0	0,5	19,8	1,3	14,5
• Japanse aandelen	-13,3	46,8	8,7	20,0	2,2	11,0
Aankoop buitenl. effecten d. Japanners	-39,7	-74,3	-34,4	-51,7	-12,5	-1,6
• buitenlandse obligaties	-33,4	-70,7	-37,4	-36,3	-9,5	-1,4

a. Maandgemiddelde oktober, november en december

b. Maandgemiddelde van januari en februari.

Dit is onder andere te verklaren vanuit de sterk toegenomen belangstelling van buitenlandse beleggers voor Japanse aandelen. In januari en februari van dit jaar heeft deze geleid tot een instroom van gemiddeld 11 miljard dollar per maand. Deze vraag uit het buitenland is een van de oorzaken achter de stijgende aandelenkoersen in Japan (sinds begin van dit jaar met circa 15%). De kapitaaluitvoer van Japan in de vorm van effectentransacties alsmede directe investeringen, welke door de binnenlandse financieel-economische malaise sinds 1989 flink aan belang heeft ingeboet, heeft ook in de eerste maanden van 1994 onvoldoende tegenwicht kunnen bieden aan de opwaartse druk op de yen.

Apart punt is bovendien dat een belangrijk deel van de kapitaaluitvoer van Japan niet heeft geleid tot een daadwerkelijk verzwakking van de yen. Een deel van de Japanse kapitaaluitvoer betrof namelijk de aflossing van in de jaren tachtig in het buitenland opgebouwde schulden. Een proces dat zich ook in 1994 nog zal doorzetten. Echter, een groot aantal van de eind jaren tachtig afgesloten leningen zijn destijds vergezeld met valutatermijncontracten, hetgeen impliceert dat de huidige aflossingen niet gepaard gaan met verkoopdruk op de wisselkoers van de yen. Het Japanse effectenhuis Sumitomo schat het aandeel in het totaal van buitenlandse leningen met dergelijke valutatermijncontracten op 75 tot 100%. Rekening houdend met deze yenneutrale post is het aanbod van yennen veel minder omvangrijk dan in eerste instantie gedacht.

Het veelal ontbreken van informatie over de mate waarin bij transacties gebruik is gemaakt van afgedekte valutaposities bemoeilijkt de analyse van kapitaalstromen voor wisselkoersontwikkelingen. Dit maakt dus ook dat de gevolgtrekking van een oplopende rente in de VS voor de wisselkoers van de yen te snel getrokken is.

Ten vierde geeft de politiek onzekere situatie in Japan ons eerder aanleiding een sterkere dan een zwakkere

yen te veronderstellen. De Japanse bureaucratie zal waarschijnlijk van de onzekere politieke situatie profiteren en een deel van de onder premier Hosokawa verloren macht terugwinnen. Het is niet te verwachten dat onder de nieuwe premier, Nata, de rust aan het politieke front snel zal herstellen. Nieuwe verkiezingen nog dit jaar zijn geenszins uitgesloten. Dit betekent een geringere voortvarendheid met het door Hosokawa in gang gezette proces van deregulering en handelsliberalisatie.

## Samenvattend

Veel waarnemers gaan reeds geruime tijd hardnekkig uit van een verzwakking van de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De argumenten daarvoor zijn echter niet eenduidig. Het risico is aanwezig dat de alom verwachte depreciatie van de yen uitblijft, hetgeen de herstelkansen voor de Japanse economie aanzienlijk vermindert en de mogelijkheden voor verder dalende inflatie en lagere rentes vergroot.

Maarten Leen

## Economische gevolgen van hogere yen

De macro-economische gevolgen van een 10% sterkere yen zijn in onderstaande tabel weergegeven. Deze effecten zijn berekend met het door ons gebruikte Oxford Economic Forecasting Worldmodel. Een door de universiteit van Oxford ontwikkeld macro-economisch wereldmodel.

Een appreciatie van de yen met 10% resulteert na drie jaar in een circa half procent lager bruto binnenlands produkt. Het zijn met name de uitvoer en in het verlengde hiervan de bedrijfsinvesteringen welke te lijden hebben van de sterke yen.

De Japanse consument profiteert. Door een lagere inflatie ziet de consu-

ment zijn beschikbaar inkomen toenemen hetgeen tot uitdrukking komt in een hogere particuliere consumptie. Aan de toegenomen consumptieve vraag wordt voor een belangrijk deel tegemoet gekomen vanuit het buitenland. Importpenetratie leidt aldus na drie jaar tot een ruim 2 biljoen yen, ofwel 15% lager overschot op de lopende rekening van Japan.

Tabel 2. Effecten 10% appreciatie Japanse yen (gecumuleerde afwijkingen in %)

	Na 1 jaar	3 jaar	5 jaar
Bruto binnenlands produkt	-0,1	-0,2	-0,5
Industriële produktie	-0,1	-1,1	-1,1
Particuliere consumptie	0,2	0,6	1,4
Bedrijfsinvesteringen (niet woningbouw)	-0,1	-0,9	-1,5
Uitvoer goederen en diensten	-0,7	-3,4	-5,1
Invoer goederen en diensten	1,4	2,7	4,3
Consumentenprijzen	-0,8	-1,3	-3,3
Lopende rekening (mrd yen)	266	1,236	2,074

Bron: Oxford Economic Forecasting Worldmodel.