De Japanse yen staat voor een keerpunt

Beschrijving

Voor de tweede keer dit jaar grepen de Japanse autoriteiten in om de Japanse yen te ondersteunen. De eerste keer, eind april, deed Tokio dat alleen. Dat hielp niet lang. De koers van de dollar tegen de yen (USD/JPY) veerde snel terug en klom zelfs naar een nieuw hoogtepunt rond 164. Voor de tweede poging schakelde Japan de hulp in van de Amerikaanse overheid. Samen kochten ze yen, en de koers zakte terug richting 157. De vraag is nu: begint hier een echte ommekeer, of is dit opnieuw een tijdelijke oprisping?

Interventie werkt alleen mÃ©t de fundamenten mee

Op het eerste gezicht heeft gezamenlijke interventie een goede staat van dienst. In 1995, 1998 en 2011 volgde telkens een grote trendbreuk, kort nadat centrale banken samen ingrepen. Toch was het niet de interventie zelf die de trend keerde. Elke keer draaiden ook de onderliggende fundamenten. In 1995 kreeg de Amerikaanse economie vleugels door de opkomende dotcom-boom. In 1998 zorgden de AziÃ«crisis en het omvallen van LTCM voor een vlucht uit risicovolle beleggingen. En in 2011 was het echte keerpunt de verkiezingswinst van Shinzo Abe, die met â??Abenomicsâ?• de geldkraan wijd opendraaide.

Een interventie koopt hooguit wat tijd. Voor een blijvende ommekeer moet het rentebeleid mee veranderen. Voor de yen betekent dit dat de Amerikaanse centrale bank (de Fed) soepeler moet worden, of dat de Japanse centrale bank (de Bank of Japan) juist strenger. Of allebei tegelijk.

De Bank of Japan loopt achter

De Japanse inflatie is geen incident meer. Een nieuwe maatstaf die tijdelijke overheidsmaatregelen eruit filtert, laat een kerninflatie van 2,7% zien. Die zit al vier jaar boven het doel van 2%. Toch staat de beleidsrente nog altijd op slechts 1%. Dat is opvallend laag.

De jaarlijkse loononderhandelingen leverden drie jaar op rij meer dan 5% op. De lonen stijgen nu zoâ??n 4% per jaar en de arbeidskosten bijna 3%. De bezettingsgraad van de Japanse industrie is de krapste sinds 1990, het hoogtepunt van de vorige zeepbel. Bovendien wil premier Takaichi de begroting verruimen met een investeringsplan van 370 biljoen yen, ruim 55% van het bruto binnenlands product. Dat plan loopt over veertien jaar, maar het jaagt de economie aan terwijl er nauwelijks ruimte over is. Kortom, de Bank of Japan heeft alle reden om de rente verder te verhogen. Een zwakke yen maakt de import immers duurder en wakkert de inflatie juist verder aan.

Toch draait het niet alleen om rente. Er speelt iets structureels. Japan spaart veel meer dan het uitgeeft en boekt een recordoverschot op de lopende rekening. Zoâ??n overschot moet ergens heen. Zolang Japan meer verdient dan het besteedt, stromen die spaargelden vanzelf naar het buitenland, onder meer naar Amerikaanse staatsobligaties.

Veel beleggers vrezen dat Japan die buitenlandse bezittingen nu massaal terughaalt. Dat is onwaarschijnlijk. Daarvoor zou Japan structureel tekorten moeten gaan draaien, en dat vraagt een enorme stijging van de yen. Zolang het overschot bestaat, blijft Japan juist buitenlandse bezittingen opbouwen. De echte beweging zit dus niet in het terughalen van geld, maar in iets anders.

Het afdekken van valutarisico

Die andere beweging is het afdekken (hedgen) van valutarisico. Japanse beleggers bezitten voor 370 biljoen yen aan buitenlandse obligaties, zoâ??n 55% van het bbp. Een groot deel daarvan houden ze aan zÃ³nder bescherming tegen wisselkoersschommelingen. Dat kwam doordat die bescherming de afgelopen jaren simpelweg te duur was. Andere centrale banken verhoogden hun rente vanaf 2022 fors, terwijl de Bank of Japan pas in 2024 volgde. Dat grote renteverschil maakte afdekken onbetaalbaar.

Maar de renteverschillen worden kleiner omdat de Japanse rente stijgt. Daardoor wordt afdekken weer betaalbaar. En hier ontstaat een zichzelf versterkend proces. Als beleggers hun valutarisico gaan afdekken, kopen ze in feite yen. Dat duwt de koers omhoog. Een sterkere yen maakt onafgedekte posities juist riskanter, waardoor nog meer beleggers gaan afdekken. Zo houdt de beweging zichzelf in stand. Omdat de yen bovendien historisch goedkoop is ten opzichte van zijn onderliggende waarde, is de kans op zoâ??n omslag groot.

De Japanse yen lijkt daarmee een langjarige top te vormen. De interventie zelf verandert weinig, maar de fundamenten schuiven de goede kant op. De Bank of Japan loopt achter en zal de rente verder moeten verhogen. Het spaaroverschot dwingt Japan tot buitenlandse beleggingen, en juist het afdekken daarvan kan de yen stap voor stap sterker maken.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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