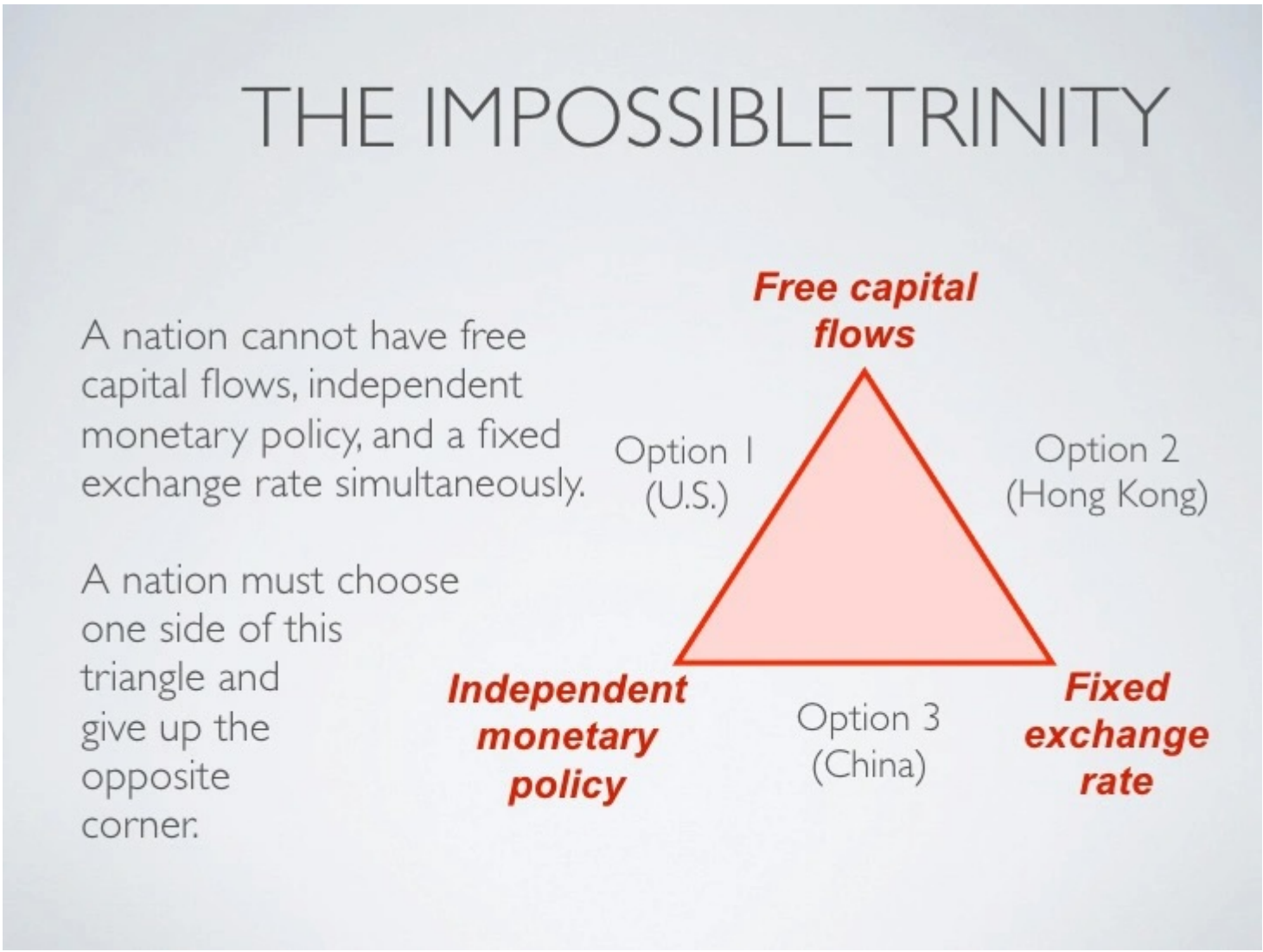
De onmogelijke drie-eenheid

Beschrijving

Nadat de dollar op 3 oktober was gestegen tot 150 yen, daalde de dezelfde dollar op 4 oktober opeens met 3 yen. Daardoor ontstond het vermoeden dat er sprake was van een interventie door de Japanse overheid. Dat werd niet door minister van financiÃ«n Shunichi Suzuki bevestigd. Wel heeft Japan in het verleden regelmatig op de valutamarkten geÃ¯ntervenieerd, maar dan meestal om ervoor te zorgen dat een zwakkere yen een positieve impuls zou hebben op de Japanse economie. Overigens hadden die interventies niet zoâ??n groot effect. Het enige resultaat is dat Japan er uitgebreide deviezenreserves aan heeft overgehouden door yen te verkopen en met name de dollar te kopen.



Onmogelijke drie-eenheid

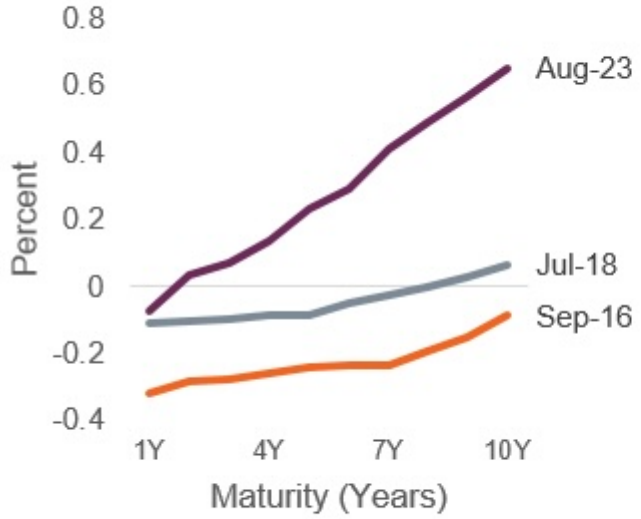
Eventuele interventies in de valutamarkten conflicteren met het Yield Curve Control (YCC)-beleid van de Japanse centrale bank. Het YCC-beleid zorgt voor een zwakkere yen, terwijl eventuele interventies juist gericht zijn op een sterkere yen. Een combinatie van vaste wisselkoersen, vrije kapitaalstromen en een onafhankelijke monetaire politiek is simpelweg niet mogelijk. Deze onmogelijke drie-eenheid staat ook wel bekend als het trilemma van het wisselkoersregime. Landen met een open kapitaalmarkt met een eigen monetair beleid zullen een vrije wisselkoers moeten accepteren. Twee van de drie kan wel, maar niet alle drie tegelijk. Vorig jaar heeft Japan het wel geprobeerd, maar dat was gedoemd om te mislukken.

Procyclisch YCC-beleid

De oplossing voor de Japanse economie is het stoppen met het YCC-beleid. Dat beleid is bovendien procyclisch. Wanneer de Japanse economie in de problemen zit, haalt de Japanse centrale bank geld van tafel en wanneer er sprake is van een krachtige economie dan injecteert de Bank of Japan juist extra liquiditeit. Eindelijk ligt de Japanse kerninflatie duidelijk boven de 2 procent (zonder de eerdere

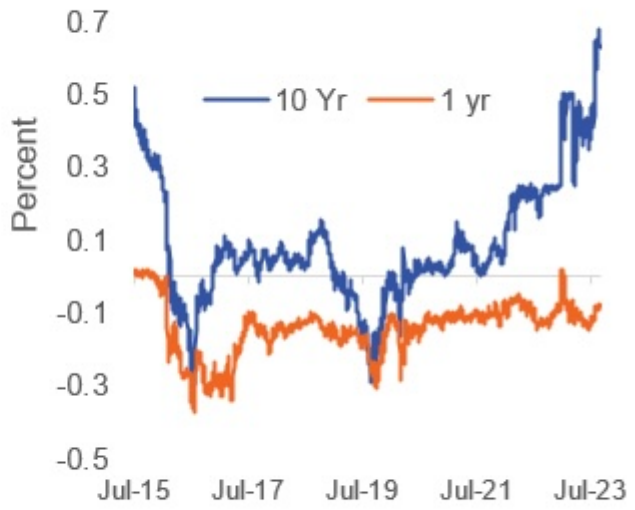
btw-verhogingen die slechts een tijdelijk effect hadden).

Figure 1. Steepening of the Yield Curve with Loosening of the YCC



Source: Bloomberg

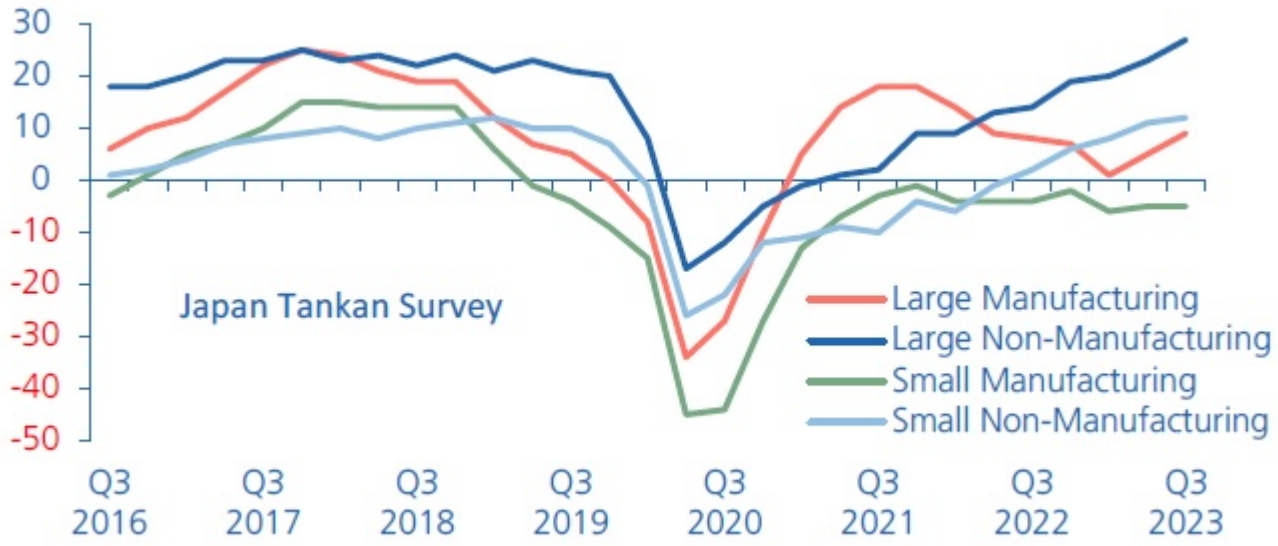
Figure 2. JGB Yields: 1-year and 10-year



Source: Bloomberg

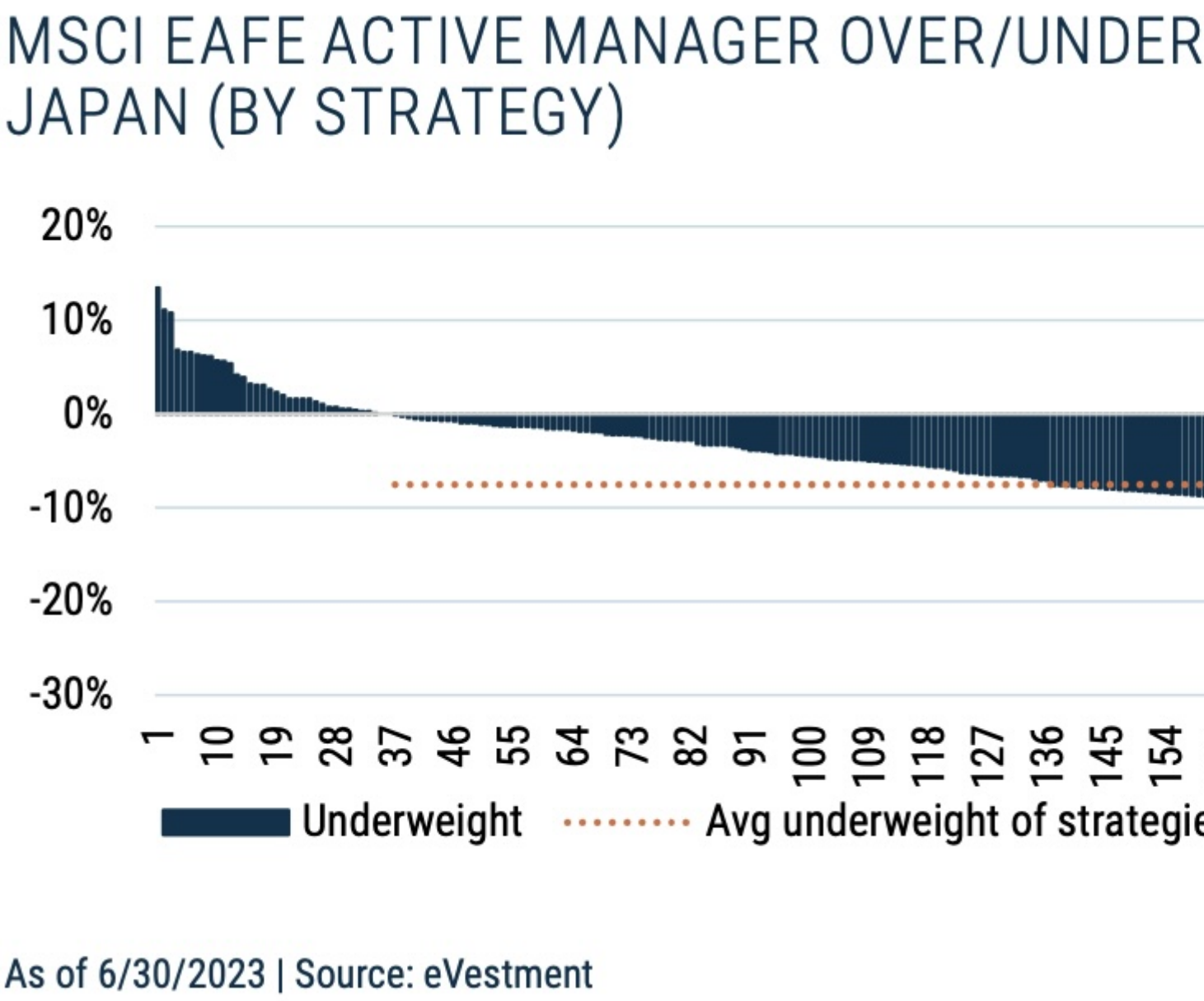
Enige ontwikkelde land met een steile yieldcurve

Het YCC-beleid was oorspronkelijk ontworpen om de rente juist omhoog te krijgen en om daarmee een steile rentecurve te bewerkstelligen. Nu doet het precies het omgekeerde en zorgt het beleid van een vlakkere curve. Bovendien is Japan tegenwoordig het enige land ter wereld met en steile rentecurve en samen met de hogere inflatie en rentes verklaart dit ook de outperformance van Japanse banken, daar waar in de rest van de wereld banken het juist moeilijk hebben.



Einde YCC-beleid in zicht

De Japanse 10-jaars swap is afgelopen weken gestegen tot boven de 1 procent. Die 1 procent is effectief het maximum in het huidige YCC-beleid. Nu ligt de swap-rente wel boven de rente op 10-jaars JGBâ??s, maar het is duidelijk dat de markt wil dat de rente in Japan verder stijgt. Op het moment dat de centrale bank blijft vasthouden aan het YCC-beleid, dan kan de yen verder verzwakken. Het lijkt een kwestie van tijd totdat dit beleid wordt afgeschaft. De zwakke yen maakt Japanse activa extra goedkoop. Op het moment dat het YCC-beleid wordt afgeschaft, kan ook de yen herstellen. Beleggers zijn de afgelopen drie decennia chronish onderwogen Japanse activa. Lange tijd was dat terecht, maar Japan heeft tegenwoordig een veel betere corporate governance. De winst per aandeel groeit relatief sterk. Exces kapitaal wordt steeds meer uitgekeerd in de vorm van dividend. Desondanks zit maar liefst 84 procent van de beleggers onderwogen Japan.



Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer