

Wat is de yen waard?

De groei van de Japanse financiële markt en de internationalisering van de yen

DRS. P.A. MORSHUIS*

1. Inleiding

Japan heeft zich ontwikkeld tot een van de meest geavanceerde geïndustrialiseerde landen. Het heeft sinds 1981 een aanzienlijk overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit overschot wordt gecompenseerd door enorme kapitaalexport. De netto lange-termijnkapitaalexport omvatte in 1984 een recordbedrag van bijna \$ 50 mrd. Als leverancier van kapitaal spelen de Japanners een steeds grotere rol in de wereld.

Opmerkelijk is dat de na 1981 aanwezige overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans pas recent hebben geleid tot een versterking van de positie van de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Ondanks de nieuwste inzichten met betrekking tot de prijsvorming op wisselmarkten 1) mag van een werkelijk flexibel aanpassingsmechanisme van wisselkoersen worden verwacht dat het een zeer sterke concurrentiepositie (of een zeer zwakke) – op lange termijn tot uitdrukking komend in een overschot (of tekort) op de lopende rekening van de betalingsbalans – opnieuw in evenwicht brengt 2). Natuurlijk is het even opmerkelijk dat de dollar sinds 1981, niettegenstaande een voortdurend toenemend lopende-rekeningtekort van de Verenigde Staten, zeer sterk is geweest. De kracht van de dollar ten opzichte van de Europese munten is frequent verklaard uit het weinig dynamische investeringsklimaat in Europa. Een ongunstig oordeel over de economische potenties van de Japanse economie valt echter nergens aan te treffen.

In met name Amerikaanse ogen is de zwakte van de yen het gevolg van de geslotenheid van de Japanse financiële markt en het geringe internationale gebruik van de yen. Het relatief lage rentepeil in Japan en de hiermee samenhangende yen-zwakte zou het Japanse bedrijfsleven extra concurrentiekracht verlenen 3). James C. Abegglen zegt hierover in zijn boek *The strategy of Japanese business* het volgende: „The real issue affecting US-Japan payments balance is that of exchange rates, and the undervaluation of the Yen. The problem is the low interest rate level in Japan – a level that in no way reflects world money prices. Japans' low interest rate level, in turn, stems from the inability

of potential borrowers to source funds in Japan and the inability to lend or invest abroad”.

Als gevolg van onder meer Amerikaanse druk zijn onlangs enkele maatregelen afgekondigd die dienen bij te dragen tot deregulering van de Japanse financiële markt en tot een grotere internationale rol van de yen. In dit artikel zal in de eerste plaats aandacht worden besteed aan de vraag of de yen al dan niet ondergewaardeerd is. Ook zal worden ingegaan op mogelijke gevolgen van de recente liberaliseringsmaatregelen op het renteniveau in Japan en de toekomstige koers van de yen.

2. Is de yen ondergewaardeerd?

In tabel 1 is de ontwikkeling van de index van de reële effectieve wisselkoers van achtereenvolgens de dollar (USD), de yen (JPY), de mark (DEM) en de gulden

Tabel 1. Index van de reële effectieve wisselkoersen (maart 1973 = 100)

	USD	JPY	DEM	NLG
1974	95	99	105	100
1975	98	88	100	100
1976	100	89	101	102
1977	100	94	103	104
1978	96	107	103	104
1979	96	96	104	101
1980	98	93	101	97
1981	109	94	97	93
1982	119	83	98	98
1983	122	87	99	97
1984	128	89	96	95
1985 a)	134	85	94	94
1985 b)	128	87	95	96

a) Eerste 3 kwartalen van 1985 (de maand september geschat).

b) Maand september (schatting).

Bron: Berekend naar gegevens uit Morgan Guarantee Trust Company, *World Financial Markets*.

Tabel 2. Fasen van de externe positie van Japan

Periode	Lopende rekening van Japan	Yen/dollar-koers	Reële effectieve wisselkoers
1973 – 1975	grote tekorten	depreciatie	daling
1976 – 1978	snel groeiende overschotten	sterke appreciatie	stijging
1979 – 1980	grote tekorten	1979: depreciatie	daling
1981 – 1984	grocierende overschotten	1980: appreciatie	daling
		depreciatie	

(NLG) weergegeven. De basisperiode (maart 1973 = 100) betreft het tijdstip van de definitieve ineenstorting van het Bretton-Woodsstelsel van vaste wisselkoersen. In tabel 2 is het Japanse saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans geplaatst tegen de achtergrond van de ontwikkeling yen/dollar-koers en de index van de reële effectieve wisselkoers.

Uit de tabellen blijkt dat in de periode tot 1981 een verband aanwezig is tussen het saldo op de lopende rekening en de ontwikkeling van de yen-dollarkoers. Na 1981 is deze relatie niet langer aanwezig. In 1978 viel het relatief hoge overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans samen met een indexwaarde van de reële effectieve wisselkoers van 107. De enorme overschotten op de lopende rekening in met name 1983 en 1984 vielen echter samen met een reële effectieve wisselkoersindex van 87,5. Het is vreemd dat in tegenstelling tot voorgaande jaren, de in de periode na 1981 gegenereerde overschotten geen effect hebben gehad op de reële effectieve wisselkoers. De yen lijkt in de periode na 1981 dus „ondergewaardeerd” te zijn.

De onderwaarding van de yen ten opzichte van de dollar is tevens bevestigd in een recente studie van de OECD 4). In deze studie zijn koopkrachtpariteiten berekend op basis van gedetailleerde vergelijkingen van bestedingspakketten. De onderwaarding van de yen ten opzichte van de door de OECD berekende yen/dollar-koopkrachtpariteit bedroeg naar schatting 14% in 1984.

In de figuur is het verloop van op het saldo van de „basic balance” afgezet tegen de yen/dollar-koersontwikkeling. Hieruit blijkt onder andere dat de verzwakking van de yen ten opzichte van de dollar in de periode na 1981 gepaard ging met een tekort op de basic balance. Met andere woorden, de yen/dollar-koersontwikkeling lijkt in het bijzonder beïnvloed te zijn door kapitaalstromen en niet door goederen- en dienststromen. Deze kapitaalstromen

*) De auteur is medewerker bij de Economic Research Group van de afdeling Corporate Finance van Philips International BV. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.

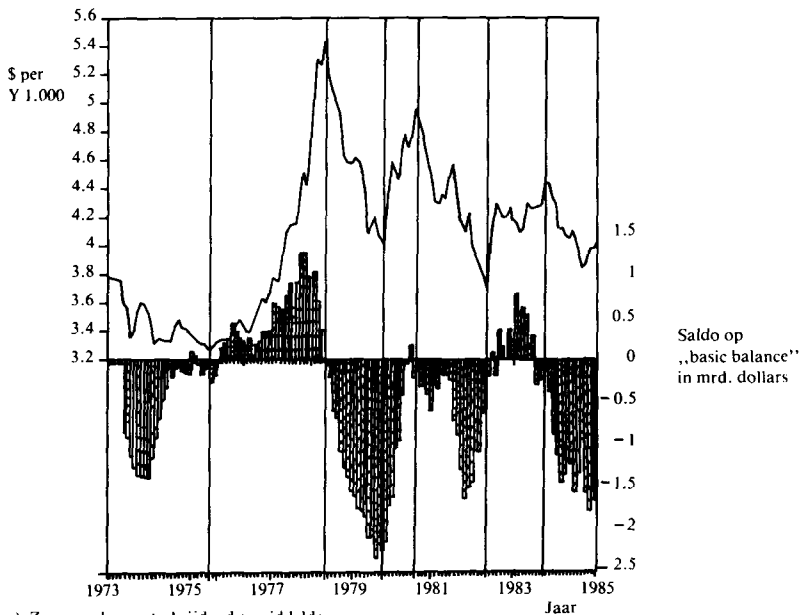
1) Zie o.a. *ESB* van 12 juni 1985.

2) Zie, Mc Cracken e.a., *Towards full employment and price stability*, OECD, juni 1977, blz. 284.

3) Zie, W.G. Ouchi, *The M-form Society*, Reading (Mass.) 1984, hoofdstuk 4. Ook J.C. Abegglen, *The strategy of Japanese business*, Ballinger Publishing Co. 1984, blz. 67.

4) Zie OECD Working Paper no. 17, 17 december 1984, blz. 14.

Figuur. Saldo a) op de „basic balance” van Japan en de yen/dollarkoers, 1973 – 1985, zesmaands voortschrijdend gemiddelde



a) Zesmaands voortschrijdend gemiddelde.

liggen ten grondslag aan de onderwaardering van de yen.

De recente bijeenkomst van de ministers van Financiën van de z.g. „Group of five” heeft geleid tot een aanzienlijke stijging van de yen ten opzichte van de dollar. In de laatste week van september steeg de reële effectieve-wisselkoersindex van de yen bijna 10%. Het is te hopen dat deze tendens zich voortzet. Een structureel onevenwichtige wereldeconomische situatie, waarbij de Verenigde Staten een netto schuldenland zal zijn met een ca. 30% overgewaardeerde munteenheid en het economisch sterke Japan een ondergewaardeerde munt heeft, kan zo worden vermeden.

3. Achtergrond van de Japanse kapitaal-export

De vraag waarop de Japanse kapitaalstroom naar de Verenigde Staten is gebaseerd is in dit verband bijzonder interessant. Een belangrijke verklaring is gelegen in de reële rentever verschillen tussen de Verenigde Staten en Japan. De volgende vraag is waar deze reële rentever verschillen op gebaseerd zijn. Uitgaande van de wetenschap dat het renteniveau in principe bepaald wordt door vraag- en aanbodfactoren is het volgende overzicht van belang:

Rente op yen

- vraag: beperkt, vanwege:
 - a. geringe Internationale gebruik van de Yen;
 - b. de geslotenheid van het Japanse financiële systeem, in het bijzonder de beperkte toegang voor buitenlanders;
- aanbod: ruim, vanwege:
 - a. relatief hoge spaaroverschotten (ca. 18% van het beschikbaar inkomen);

Rente op dollar:

- vraag: groot, vanwege:
 - a. financiering van begrotingstekort;
 - b. economische „boom”;

c. vertrouwen in de Amerikaanse economie;

d. omvang en diversiteit van de Amerikaanse kapitaalmarkt (+ afschaffing „withholding tax”);

e. de sterke rol van de dollar als internationale reserve valuta en betaalmiddel;

- aanbod: beperkt, vanwege:

- a. relatief gering spaaroverschot;
- b. restrictief monetair beleid.

Uit het bovenstaande blijkt dat de reële rentever verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten voor een deel gebaseerd zijn op de uit de geslotenheid van het Japanse financiële systeem voortvloeiende geringe vraag naar de yen. Bovendien wordt de rente in Japan van overheidswege kunstmatig laag gehouden. Een recente uitspraak van de „chief economist” van de Sumitomo bank is in dit opzicht verhelderend: „aggregating City Banks’ balance sheets at March 1984, the banks were paying free-market interest rates for 21,8% of their liabilities” 5).

Ten einde meer inzicht te verkrijgen in de geslotenheid van het Japanse financiële systeem is een terugblik in de tijd op zijn plaats. Na de tweede wereldoorlog besliste de Japanse overheid dat gezien de afwezigheid van een adequate kapitaalmarkt, de noodzakelijke fondsen voor de industriële opbouw door de banken beschikbaar dienden te worden gesteld. Deze vorm van indirecte financiering van de industrie werd gesteund door een beleid, dat zowel het uitzetten van de traditioneel relatief hoge particuliere besparingen tegen bankdepositorente alsmede het aantrekken van financiële middelen via bankleningen, fiscaal stimuleerde 6).

Het Ministerie van Financiën oefende via de Bank of Japan strikte controle uit op de banken en kon zodoende het kredietbeleid beïnvloeden en richten op z.g. „priority industries” en tevens de rentevergoeding op particuliere deposito’s laag houden. De

geslotenheid van de Japanse kapitaalmarkt voorkwam dat fondsen wegvloeiden naar het buitenland en dat niet-Japanse ondernemingen toegang kregen tot de lokale kapitaalmarkt. In de jaren zeventig had 80 à 90% van alle bankleningen betrekking op de industrie 7). Kredietverlening aan particulieren voor consumptieve doeleinden was gering. Behalve dat de overheid de renteontwikkeling in de hand hield, werd ook de koersontwikkeling van de yen nauwgezet gevolgd. Doorwerking van overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans in een koersstijging werd veelal tegengegaan door de hantering van kapitaalrestricties en valuta-interventies 8).

In 1980 introduceerde de Japanse overheid de „New foreign exchange law”. Sindsdien zijn in principe alle transacties in buitenlandse valuta’s toegestaan tenzij nadrukkelijk verboden. De positievere houding van de Japanse autoriteiten leidde in eerste instantie slechts tot een verruiming van de mogelijkheden tot kapitaalexport. Hiermee werd goed ingespeeld op de behoefte aan kapitaalexport die ontstond doordat, als gevolg van teruglopende economische groei, de binnenlandse besparingen de lokale kredietvraag ruimschoots overtroffen. Maatregelen ter stimulering van het internationale gebruik van de yen (o.a. door het verlenen van toegang aan niet-Japaners op de Japanse kapitaalmarkt en Euroyenmarkt) alsmede maatregelen gericht op een deregulering van het renteniveau (met name door de introductie van marktgerichte spaarvormen) bleven in eerste instantie achterwege.

Door het uitblijven van vergaande liberalisatiemaatregelen werden bestaande rentever verschillen gehandhaafd en trad geen arbitrage op. Hierdoor continueerde de kapitaaluitstroom en kon de yen zich handhaven op een niveau dat de onderliggende sterkte van de Japanse economie niet weerspiegelde.

4. Gevolgen van de liberalisatiemaatregelen

Daar reële-rentever verschillen van groot belang zijn voor de richting van kapitaalstromen en daarmee voor de koers van de yen 9) dient te worden stilgestaan bij de vraag wat het effect van de recente liberaliseringsmaatregelen zal zijn op het rentepeil in Japan. Er zal aandacht worden besteed aan liberaliseringsmaatregelen die betrekking hebben op de Euroyen kapitaalmarkt en de Japanse geldmarkt.

De Euroyen-markt

Resultaat van het liberaliseringsproces is

5) Zie, Robert Cottrell, Slow road to interest rate deregulation, *The Banker*, januari 1985, blz. 80.

6) Zie, C.D. Elston, The financing of Japanese industry, *Bank of England Quarterly Bulletin*, blz. 511, dec. 1981.

7) Idem, blz. 512.

8) Zie R.H.M. Rühl, De Japanse Yen, *ESB*, 15 december 1982, blz. 1347.

9) Zie Susan Schadler, Interest rates and exchange rates, the Yen/Dollar experience, *Finance & Development*, juni 1984, blz. 11.

onder meer dat sinds december 1984 ca. 145 niet-Japanse bedrijven Euroyen-obligaties kunnen uitgeven 10). Voorheen was dit recht voorbehouden aan enkele internationale instellingen alsmede enkele nationale overheden. De uitgifte van Euroyen-obligaties is nog niet geheel regelvrij. Tot nu toe zijn o.a. leningen met een looptijd van minder dan 5 jaar niet toegestaan. De in de eerste twee maanden na de december-liberalisatie aangetrokken yen-fondsen overtroffen het totale uitstaande bedrag aan yenobligaties die door nationale overheden en internationale organisaties sinds 1977 zijn uitgegeven 11). De opening van de Euroyenmarkt voor niet-Japanse bedrijven leidde tot een felle concurrentieslag tussen Japanse financiële instellingen. Hierdoor lag de rente op Euroyen-obligaties zelfs tijdelijk 50 basispunten beneden de Samurai-obligatierente. Bovendien boden de Japaners voor henzelf onaantrekkelijke swapmogelijkheden („Harakiri Swaps”) ten einde een plaats op de Euroyenmarkt te bemachtigen.

Het grootste deel van de gegenereerde yen-fondsen is vrijwel direct omgezet in dollars. De onderliggende yen-fondsen zullen grotendeels terugvloeien naar Japan. Onder Japanse wetgeving kan dit pas na 180 dagen. Gezien de relatief lage rente zullen de Japanse financiële instellingen deze fondsen niet gemakkelijk van de hand kunnen doen. Van een renteopdrijvend effect op de Euroyen kapitaalmarkt zal derhalve voorsnog geen sprake zijn. Op dit laatste hadden met name de Amerikanen gehoopt.

Naast niet-Japanse bedrijven is het sinds april jl. ook voor Japanse bedrijven mogelijk om zich op de Euroyenobligatiemarkt te begeven. Inmiddels zijn 117 Japanse ondernemingen gekwalificeerd tot emissie van converterbare Euroyen-obligaties en hebben zo'n 30 bedrijven de mogelijkheid tot uitgifte van z.g. „straight bonds”. De aantrekkelijkheid van met name de „straight bonds” is aanzienlijk vergroot door de recente afschaffing van de 20% bronbelasting op rentevergoedingen aan niet-Japanse investeerders. De uitgifte van obligaties op de Euroyenmarkt heeft voor Japanse bedrijven als voordeel dat de uitgiftekosten lager zijn daar onderpandcondities ontbreken. Bovendien heeft de Euroyenmarkt als voordeel dat de bureaucratie rompslomp geringer is en dat tevens bekendheid kan worden gegeven aan de naam van de onderneming. Indien Japanse ondernemingen op grond van bovenvermelde argumenten zich in sterke mate op de Euroyenmarkt zullen gaan begeven, zou er vervolgens een tekort aan Euroyen-fondsen kunnen ontstaan. De vergoeding op Euroyen-deposito's zou omhoog gaan, hetgeen zou leiden tot hogere vergoedingen voor deposito's in Japan (waar thans de rente nog kunstmatig laag wordt gehouden) dan wel tot een verschuiving van deposito's in Japan richting Euroyen-rekening 12).

In het afgelopen jaar hebben Japanse ondernemingen ruim \$ 10 mrd. geleend op de Eurokapitaalmarkt, een stijging van 33% ten opzichte van 1983. De door Japanse bedrijven uitgegeven Eurodollar-obligaties vonden gezien de aantrekkelijke

rente gretig aftrek bij Japanse institutionele beleggers. Obligaties uitgegeven door Japanse ondernemingen buiten Japan in iedere willekeurige valuta worden onder Japanse wetgeving niet beschouwd als buitenlandse effecten. Deze effecten vallen derhalve niet onder de beperkende maatregel van het Ministerie van Financiën dat niet meer dan 10% van de totale beleggingen gericht mag zijn op buitenlandse effecten. Er wordt beweerd dat Japanse bedrijven als gevolg van deze regeling tegen gunstiger voorwaarden geld kunnen lenen dan vergelijkbare niet-Japanse ondernemingen 13). Deze situatie kan remmend werken op het rente opdrijvende effect dat gepaard zou gaan met een toenemende beroep van Japanse ondernemingen op de Euroyenmarkt. De relatief goedkoop aangetrokken hoogrentende fondsen kunnen immers geswapt worden tegen yen-fondsen.

De geldmarkt

Sinds april 1985 hebben financiële instanties (inclusief niet-Japanse banken) de toestemming verkregen om in z.g. „Money market certificates” (MMC's) te handelen. MMC's zijn spaardeposito's met een opbrengst die de geldmarktrente benadert. De inlegtermijnen op deze deposito's variëren van 1-6 maanden. De minimaal vereiste inleg is echter nog zeer hoog, nl. Y 50 mln. (ongeveer f. 685.000). De MMC kan derhalve nog niet in sterke mate concurreren met bestaande spaarmogelijkheden waarvan de rente gereguleerd is.

Naast de introductie van MMC's is in april 1985 de minimaal vereiste inleg voor „Certificates of Deposit” (CD's) verlaagd van Y 300 mln. naar Y 100 mln. Bovendien is de inlegperiode - voorheen 3 à 6 maanden - uitgebreid tot 1 à 6 maanden. Als gevolg van de geldmarkt zullen de „funding”-kosten van de banken stijgen. De vergoeding op CD's ligt zo'n 2 à 3% boven de traditionele vergoeding op bankdeposito's. De rentevergoeding op MMC's is ongeveer 0,75% lager dan de rente op CD's. Dit alles zou derhalve een renteopdrijvend effect kunnen hebben. Een obstakel in het dereguleringsproces vormt echter het „Post Office saving system”. Ongeveer 30% van alle particuliere deposito's zijn bij de Postbank ondergebracht. De rentevergoeding op deze deposito's worden vastgesteld door het Ministerie van Post en Telecommunicatie. De aantrekkelijkheid van deze spaarvorm vloeit met name voort uit fiscale aspecten 14).

Ondanks recente liberalisatiemaatregelen zal de Japanse geldmarkt voorlopig in grote mate gereguleerd blijven. Voor verdergaande deregulatie van de Japanse geldmarkt is het van belang dat:

- de minimum inleg op een MMC wordt verlaagd;
- middellange- tot lange-termijn-CD's worden toegestaan;
- het „Post Office savings system” wordt herzien.

5. Conclusies

De onderwaardering van de yen ten op-

zichte van de dollar vloeit deels voort uit de relatieve geslotenheid van de Japanse financiële markt. Hierdoor konden de reële-rentever verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten zich handhaven en continueerde de kapitaaluitstroom uit Japan. Recent aangekondigde liberalisatiemaatregelen zullen vermoedelijk slechts op de lange termijn effect hebben op de wisselkoers van de yen.

Het is niet waarschijnlijk dat als gevolg van de recente liberalisatiemaatregelen de rente in Japan op korte termijn sterk zal oplopen. Een rappe deregulering van de Japanse geld- en kapitaalmarkt zou Japanse banken in grote moeilijkheden kunnen brengen 15). Een lokale bankcrisis past niet in het Japanse streven om Tokyo tot financieel centrum van de wereld te bombarderen. De opening van de Euroyen kapitaalmarkt voor een honderdtal niet-Japanse bedrijven lijkt voorsnog geen renteopdrijvend effect te weeg te brengen. Mogelijk brengt echter de toegang van Japanse ondernemingen tot de Euroyen kapitaalmarkt (april 1985) en de totstandkoming van een „Yen-bankers acceptance market” (juni 1985) hierin verandering.

Gezien het bovenvermelde zal op korte termijn geen sprake zijn van een drastische vermindering van het reële rentever schil tussen de Verenigde Staten en Japan. Bovendien maakt het in absolute termen gigantische begrotingstekort in de Verenigde Staten een aanzienlijke rentedaling niet aannemelijk.

Indien de liberalisatie van de Japanse kapitaalmarkt wordt voortgezet volgens het huidige tempo en met name het „Post Office savingssystem” wordt ontmanteld, zal binnen 5 jaar de renteontwikkeling in Japan door de markt worden bepaald. Dit zal leiden tot een reductie van de reële-rentever verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten. Twee factoren liggen hieraan ten grondslag.

Enerzijds zal de aanhoudende gigantische kapitaalexport die uit de liberalisatie voortvloeit, uiteindelijk leiden tot een reductie van de rentever verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten. Japanners zullen in steeds sterkere mate hun toevlucht nemen tot spaarvormen die de marktrente benaderen. De resulterende afbouw van de

10) 84 bedrijven met minimaal een AA-rating en 6 bedrijven met een A-rating.

11) Zie The birth pangs of the Euroyen Market, *Euromoney*, maart 1985, blz. 35.

12) Zie prof. dr. H.G. Eygenhuysen en drs. B. Out, Deregulatie en Internationalisatie van het Japanse financiële systeem, *Bedrijfskunde actueel*, 1985, nr. 2, blz. 172.

13) Zie *Business International Money Report*, 25 januari 1985.

14) Rente op deposito's tot Y 3 mln. (ongeveer f. 42.000) wordt niet belast. Bovendien is het geoorloofd om meer dan één rekening te openen. De namen van de rekeninghouders worden niet aan het Ministerie van Financiën doorgegeven. De grens van Y 3 mln. is dus praktisch gesproken nauwelijks een barrière. Een additionele belastingfaciliteit geldt in geval besparingen worden aangewend ter financiering van eigen-woningbezit.

15) Zie, Robert Cottrell, Slow Road to interest rate deregulation, *The Banker*, januari 1985, blz. 81.

gereguleerde spaardeposito-instrumenten zal leiden tot hogere „funding”kosten van de banken en overheid (Postbank). Op hun beurt zullen deze instellingen zich in sterkere mate dan voorheen richten op hoog rentende buitenlandse waarden. In dit verband speelt tevens een rol dat de Japanse overheid in de komende jaren een groot deel van haar schuld zal moeten herfinancieren. De vanaf 1975 uitgegeven 10-jarige staatsobligaties zullen in de komende jaren worden afgelost. Ten einde een massale uitstroom van deze fondsen te voorkomen zal het huidige rentepeil moeten worden verhoogd. Bovendien is aan de groei van de particuliere besparingen vorig jaar een eind gekomen. Vergeleken met het voorgaande jaar is de groei van de particuliere besparingen in 1984 met 0,2% gedaald 16).

Anderzijds zal een reductie van de renteverschillen tussen Japan en de Verenigde Staten kunnen voortvloeien uit de voorgenomen Amerikaanse maatregel om in yen luidende Amerikaanse staatsobligaties uit te geven op de Japanse kapitaalmarkt. Een geleidelijk sterker internationaal gebruik van de yen zal eveneens een renteopdrijvend effect kunnen hebben.

Op langere termijn zullen de reële-renteverschillen tussen de Verenigde Staten en Japan als gevolg van de liberalisatiemaatregelen dus verminderen. Tegen deze achtergrond sprak de Japans-Amerikaanse werkgroep met betrekking tot de yen/dollar-wisselkoers terecht de volgende verwachting uit: „The working group expects that comprehensive measures to internationalize the Yen and liberalize Japan's capital markets, which are primarily aimed at achieving world economic efficiency and fulfilling Japan's responsibilities as the second largest economy, will lead to a stronger Yen” 17).

Inmiddels is de yen, als uitvloeisel van de afspraken binnen de „Group of five”, aanzienlijk versterkt ten opzichte van met name de dollar. Vooral interventies van Japanse autoriteiten op de wisselmarkten gedurende enkele dagen hebben dit effect kunnen bewerkstelligen. Hiermee is enige verlichting gebracht in de actuele protectionistische dreiging vanuit de Verenigde Staten gericht op Japanse export. Volledige liberalisatie van de Japanse financiële markt zal in de toekomst dergelijke ingrepen overbodig moeten maken. Dit is wellicht de enige manier om onevenwichtigheden in de wereldeconomie die bedreigend zijn voor de vrijhandel, te voorkomen.

P.A. Morshuis

16) Zie „Personal savings are levelling off”, *The Oriental Economist*, juni 1985, blz. 40.

17) Zie „Report by the working Group of Joint Japan, VS. Ad hoc group on Yen/Dollar Exchange rate”, *The Oriental Economist*, juli 1984, blz. 23.