

**De Europese Monetaire  
Integratie: vier visies**

**V66**

P. De Grauwe

**1989**

A. Knoester

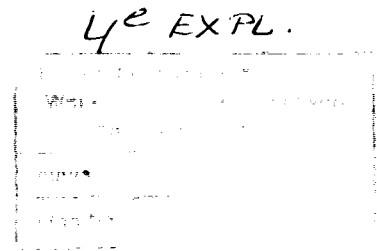
A. Kolodziejak

A. Muijzers

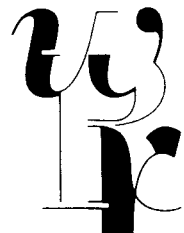
F. van der Ploeg

C. J. Rijnvos

SDU uitgeverij, 's-Gravenhage 1989



**Wetenschappelijke Raad  
voor het Regeringsbeleid**



**CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG**

Europese

De Europese monetaire integratie: vier visies / P. De Grauwe . . . [et al.]. – 's-Gravenhage : SDU uitgeverij. – (Vorstudies en achtergronden / Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, ISSN 0169-6688 ; V66)

Met lit. opg.

ISBN 90-12-06254-3

BISO 345.3 UDC 339.73(4) NUGI 683

Trefw.: EMS / Europese integratie.

# Ten geleide

In de reactie op het rapport *De onvoltooide Europese integratie* (Rapporten aan de Regering, nr. 28, 1986) heeft de regering de WRR verzocht aandacht te besteden aan het proces van macro-economische en monetaire integratie in de Gemeenschap en aan de financiering van de Gemeenschap. Over het laatstgenoemde onderwerp heeft de raad eind 1987 een interim-advies uitgebracht (*De financiering van de Europese Gemeenschap*; Rapporten aan de Regering nr. 32, 1987).

Ter ondersteuning van zijn onderzoek heeft de raad enkele deskundigen gevraagd hun visie op het economische integratieproces in Europa in een preadvies te beschrijven.

Omdat ten aanzien van de relatie tussen macro-economische en monetaire integratie verschillende opvattingen en standpunten bestaan, legde de raad aan de preadviseurs de vraag voor, deze relaties te willen beschrijven. Ter structureren van de analyse werd voorgesteld uit te gaan van vier stadia in het monetaire integratieproces waarin de wisselkoersen respectievelijk flexibel, stabiel of vast zijn en het laatste stadium, waarin één Europese munt als gemeenschappelijke geldeenheid is gecreëerd. Het accent zou moeten liggen op de tweede en derde fase, respectievelijk de huidige fase en een stapje verder. Voor elke fase zou moeten worden aangegeven op welke terreinen samenwerking tussen de lidstaten of coördinatie van beleid noodzakelijk is en in hoeverre een nationaal conjunctuur- en structuurbeleid nog effectief kan zijn.

De vier preadviseurs zijn:

- prof.dr. P. de Grauwe, hoogleraar aan het Centrum voor Economische Studiën aan de Katholieke Universiteit Leuven;
- prof.dr. A. Knoester, hoogleraar economie aan de faculteit der beleidswetenschappen van de Katholieke Universiteit Nijmegen. Knoester heeft het advies geschreven in samenwerking met drs. A. Kolodziejak, docent economie aan dezelfde faculteit, en drs. A. Muijzers, politicoloog;
- prof.dr. F. van der Ploeg, hoogleraar economie aan het CentER for Economic Research van de Katholieke Universiteit Brabant;
- prof.dr. C.J. Rijnvos, hoogleraar economie aan de juridische faculteit van de Erasmus Universiteit Rotterdam en lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.

De preadviezen werden in maart en april van dit jaar afgerond <sup>1</sup>.

Nadat de raad had besloten tot publikatie van de preadviezen verscheen het rapport van de Commissie-Delors. Deze commissie, bestaande uit de presidenten van de centrale banken in de Europese Gemeenschap en aangevuld met enkele deskundigen onder voorzitterschap van de voorzitter van de Europese Commissie, werd tijdens de Tbp in Hannover in juni 1988 ingesteld. De opdracht was de voortgang naar een economische en monetaire unie te bestuderen en concrete stappen voor te stellen op weg naar een dergelijke unie.

<sup>1</sup> De in deze bundel gepubliceerde preadviezen van prof.dr. A. Knoester c.s. en van prof.dr. F. van der Ploeg zijn samenvattingen. De uitgebreide, meer technische versies zijn beschikbaar als WRR-werkdocument respectievelijk nrs. W43 en W42.

Het verschijnen van het rapport van de Commissie-Delors kan een nieuwe fase inluiden voor het integratieproces binnen de Europese Gemeenschap. De raad heeft daarom een van zijn leden, deskundig op internationaal monetair terrein en tevens een van de preadviseurs, prof.dr. C.J. Rijnvos, gevraagd bij wijze van nabeschouwing zijn persoonlijke mening over het rapport van de Commissie-Delors te willen geven. Deze nabeschouwing vindt u onder de titel 'Perspectief voor de Europese Gemeenschap' achter in deze bundel.

Prof.dr. W. Albeda  
Voorzitter

# Inhoudsopgave

	<b>Ten geleide</b>	3
1.	<b>Het Europees muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid</b> P. De Grauwe	7
2.	<b>Gaandeweg tot de Europese orde geroepen</b> A. Knoester A. Kolodziejak A. Muijzers	33
3.	<b>Towards monetary integration in Europe</b> F. van der Ploeg	81
4.	<b>De Europese Gemeenschap in 1995</b> C.J. Rijnvos	107
	<b>Nabeschouwing</b> C. J. Rijnvos	179

# Het Europees muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid



P. De Grauwe



# Inhoudsopgave

I.1	<b>Inleiding</b>	9
I.2	<b>Het huidige EMS: macro-economische prestaties</b>	9
I.3	<b>De diagnose van het EMS-succes</b>	14
I.4	<b>Het EMS en de beperkingen op het nationale economische beleid</b>	15
I.5	<b>Het EMS en de rol van de Bondsrepubliek</b>	20
I.6	<b>Het EMS en de kapitaalcontroles</b>	21
I.7	<b>Het EMS in de toekomst: naar vaste wisselkoersen?</b>	23
I.8	<b>De autonomie van het budgettaire beleid bij vaste wisselkoersen</b>	24
I.9	<b>Vaste wisselkoersen en het structureel beleid</b>	26
I.10	<b>Naar volledig vaste wisselkoersen</b>	27
I.11	<b>Samenvatting en besluit</b>	28
	<b>Noten</b>	30
	<b>Geraadpleegde literatuur</b>	31

## 1.1 Inleiding

Deze studie omvat twee problemen. Ten eerste de vraag welke beperkingen het Europees Muntstelsel (EMS), dat een regime van aanpasbare wisselkoersen is, heeft gelegd op het nationale economisch beleid. Hoeveel monetaire en budgettaire autonomie hebben de EMS-landen moeten prijsgeven om binnen het stelsel te kunnen blijven? Deze vraag wordt bestudeerd in een eerste deel van deze studie (paragraaf 1.2 tot 1.6).

In een tweede deel worden de schijnwerpers gericht op de toekomst van het EMS. De vrijmaking van het kapitaalverkeer, dat vanaf 1990 een feit zou moeten zijn, is een nieuwe uitdaging voor het beleid. Bestudeerd wordt welke de implicaties zullen zijn van een dergelijke vrijmaking van het kapitaalverkeer voor het nationale economisch beleid van de deelstaten (paragraaf 1.7 tot 1.9). In paragraaf 1.10 ten slotte, wordt nagegaan welke beperkingen op dit beleid zullen worden uitgeoefend wanneer de volgende stap in het monetair integratieproces wordt gezet, met name wanneer de schommelingsmarges van de EMS-wisselkoersen worden vernauwd. Het spreekt vanzelf dat dit tweede deel van deze studie, dat betrekking heeft op toekomstige en dus onzekere ontwikkelingen, een speculatief karakter vertoont.

In deze studie komen een aantal andere aspecten van de monetaire integratie in Europa niet aan bod. Zo bijvoorbeeld, wordt niet ingegaan op de problemen die zouden kunnen rijzen wanneer de zuidelijke Europese staten tot het EMS zullen toetreden, of indien het Verenigd Koninkrijk de grote stap naar het EMS zou zetten. Ook wordt in deze studie niet ingegaan op de rol van de Ecu in het monetair integratieproces.

## 1.2 Het huidige EMS: macro-economische prestaties

Het is onmiskenbaar dat het EMS succesrijk is geweest in het stabiliseren van de wisselkoersen binnen het stelsel. De onderstaande tabel 1.1 illustreert de omvang van dit succes.

Tabel 1.1 Standaard afwijking van de kwartaalveranderingen van de reële effectieve wisselkoersen

	Intra-EMS		Extra-EMS	
	1973-79	1979-86	1973-79	1979-86
België	1.25	1.24	2.87	3.11
Denemarken	1.61	1.28	2.27	2.60
Nederland	1.68	1.20	3.02	3.48
Ierland	4.21	1.84	2.40	3.63
Frankrijk	2.40	2.03	2.63	3.04
Duitsland	2.20	1.17	3.06	2.73
Italië	3.51	1.47	2.61	2.56

Bron: Berekend op basis van IMF, International Financial Statistics.

Noot: De intra-EMS-cijfers geven de standaarddeviatie van de effectieve wisselkoers van elke munt ten opzichte van de andere EMS-munten. De extra EMS-cijfers hebben betrekking op de effectieve wisselkoersen ten opzichte van de niet-EMS-munten. Deze laatste zijn de munten van Oostenrijk, Canada, Japan, Noorwegen, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Zweden en Zwitserland.



Uit deze tabel blijkt duidelijk dat de wisselkoersfluctuaties binnen het EMS beduidend lager waren dan de bewegingen van de wisselkoersen buiten het EMS<sup>1</sup>. Daarenboven is het EMS gespaard gebleven van de grote 'misalignments' van de wisselkoersen (d.w.z. grote en langdurige afwijkingen van de wisselkoersen van de economische fundamentals), zoals dat het geval was met de dollarkoersen<sup>2</sup>.

Binnen het EMS neemt de gulden/DM-koers een speciale plaats in. Dit wordt geïllustreerd in tabel 1.2, die de schommeling van de gulden/DM vergelijkt met de schommeling van een aantal andere koersen van EMS-munten met de DM. Het blijkt dat de schommeling van de gulden/DM-koers beduidend lager is dan de schommeling van de andere EMS-wisselkoersen ten opzichte van de DM<sup>3</sup>.

**Tabel 1.2** Standaardafwijking van de maandelijkse veranderingen van EMS-wisselkoersen ten opzichte van de DM (in %)

<b>Gulden/DM</b>	0.5
<b>BF/DM</b>	1.0
<b>FF/DM</b>	1.1
<b>Lira/DM</b>	1.2

Bron: IMF, International Financial Statistics.

Een vraag die dikwijls gesteld wordt is of dit succes in het stabiliseren van de intra-EMS-wisselkoersen niet ten koste is gegaan van meer schommeling in andere macro-economische variabelen, de rentevoeten bijvoorbeeld. De traditionele economische analyse heeft vele economen de overtuiging bijgebracht dat grotere wisselkoersstabiliteit slechts kan worden gerealiseerd mits meer schommeling van de rentevoeten wordt aanvaard. Immers de schokken die in een vlottend wisselkoersstelsel opgevangen worden door wisselkoersbewegingen, moeten in een vast wisselkoersstelsel geabsorbeerd worden door interestvoetveranderingen. In deze traditionele visie heeft wisselkoersstabiliteit dus een prijs, met name een grotere wisselvalligheid van de rentevoeten.

De ervaringen van het EMS schijnen deze visie echter niet te bevestigen. In tabel 1.3 worden maatstaven van wisselkoers- en rentevoetschommeling weergegeven. Er blijkt weinig of geen evidentie te bestaan die erop wijst dat rentevoeten binnen het EMS aan grotere fluctuaties onderhevig waren dan buiten het EMS. (Deze conclusie wordt ook bevestigd door een recent onderzoek van M. Artis and M. Taylor, 1988.)<sup>4</sup>

**Tabel 1.3** Variabiliteit (standaardafwijking) van de reële rentevoeten in het EMS (1979-86)

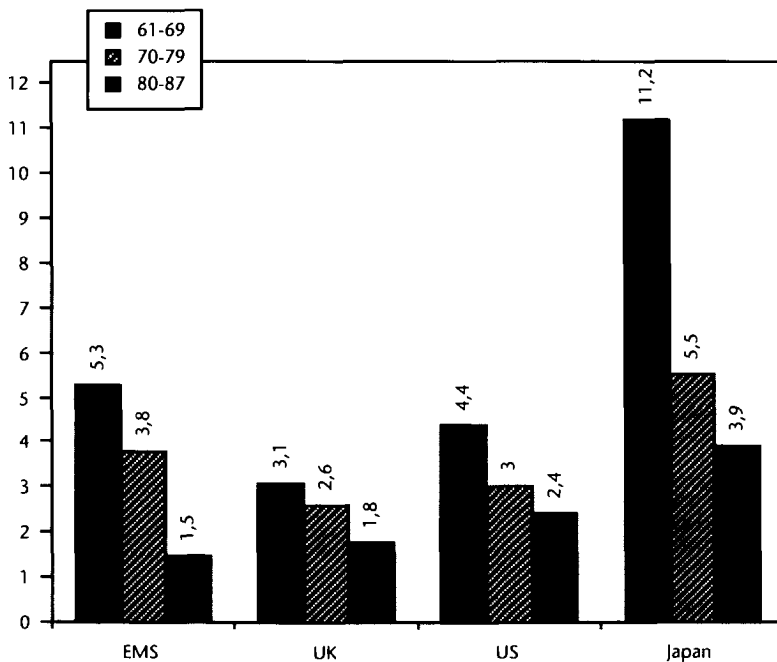
<b>België</b>	3.1
<b>Frankrijk</b>	4.3
<b>Duitsland</b>	2.6
<b>Italië</b>	5.4
<b>Nederland</b>	2.4
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	5.8
<b>Canada</b>	2.8
<b>Japan</b>	3.9
<b>Verenigde Staten</b>	6.1

Bron: Fratianni (1988).

Uit het voorgaande kan worden geconcludeerd dat het EMS een groot succeskende in het stabiliseren van intra-EMS-wisselkoersen, zonder dat deze stabilisatie tot grotere wisselvalligheid van de rentevoeten leidde. De vraag die zich stelt is of dit succes heeft bijgedragen tot betere macro-economische prestaties van de EMS-lid-staten. Wisselkoersstabiliteit is immers geen doel op zich, wel een instrument om verder liggende objectieven, zoals inflatie en groei te beïnvloeden.

Het antwoord op deze vraag is uiteraard zeer moeilijk. We zullen immers nooit weten wat er gebeurd zou zijn indien het EMS niet had bestaan<sup>5</sup>. Tóch kan een vergelijking van industriële landen binnen en buiten het EMS enig licht werpen op dit probleem. In figuur 1.1 wordt de groei van het BNP voor en na 1979 in de EMS- en in een aantal belangrijke niet-EMS-landen gepresenteerd. Uit deze cijfers blijkt dat de groeivertraging binnen het EMS sinds 1979 uitgesproken is geweest.

Figuur 1.1 Gemiddelde jaarlijkse groei van het BNP

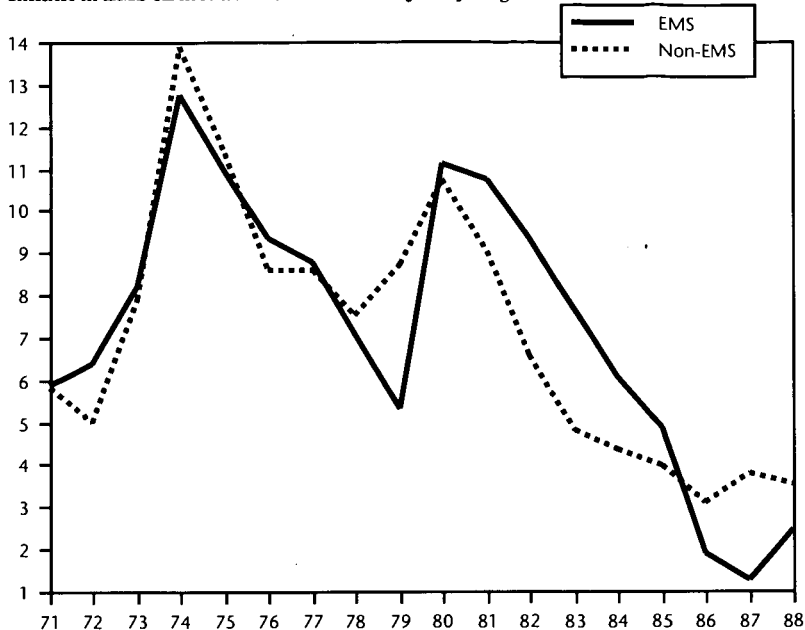


Bron: OECD, Main Economic Indicators.

Deze ongunstige evolutie van de groei van de productie binnen het EMS zou te wijten kunnen zijn aan een meer uitgesproken proces van desinflatie binnen het systeem dan erbuiten. Figuur 1.2 toont de gemiddelde inflatie in het EMS en in de rest van de OESO-landen. Het blijkt dat het desinflatieproces binnen het EMS aanvankelijk trager was dan daarbuiten. Sinds 1986 doen de EMS-landen het dan weer iets beter dan de andere OESO-landen. Deze recente verbetering laat echter nog niet toe te besluiten dat de groeivertraging van de productie en binnen het EMS sinds 1979 het resultaat is van een snellere daling van de inflatie in het systeem in vergelijking met wat buiten het stelsel is gebeurd.

De desinflatie die binnen het EMS heeft plaats gehad is dus gepaard gegaan met een relatief grote vertraging van de economische groei. Dit heeft ook geleid tot een verslechtering van de afruil (trade-off) tussen inflatie en werk-

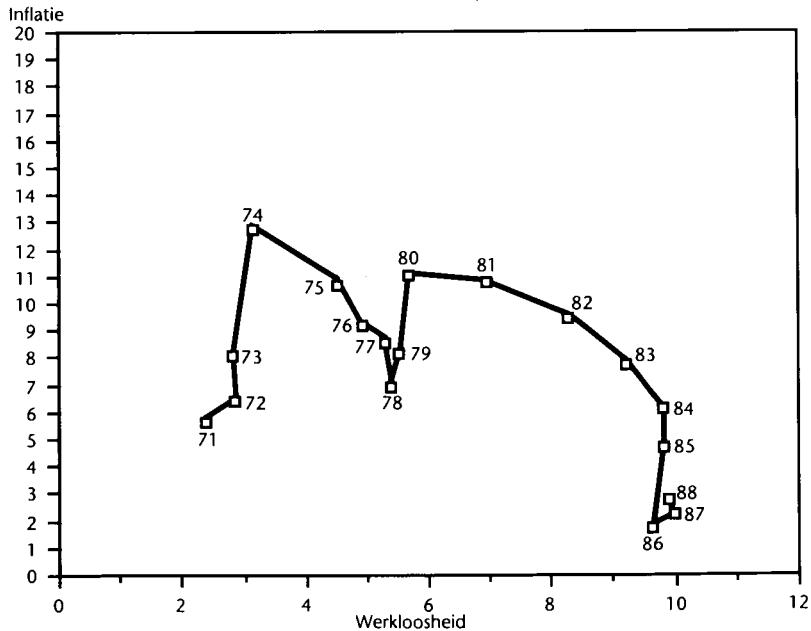
**Figuur 1.2 Inflatie in EMS en niet-EMS OESO-landen (jaarlijkse gemiddelde in %)**



Bron: OECD, Economic Outlook.

Noot: Inflatie is de stijging van de consumptieprijsindex.

**Figuur 1.3 Inflatie - Werkloosheid in EMS**

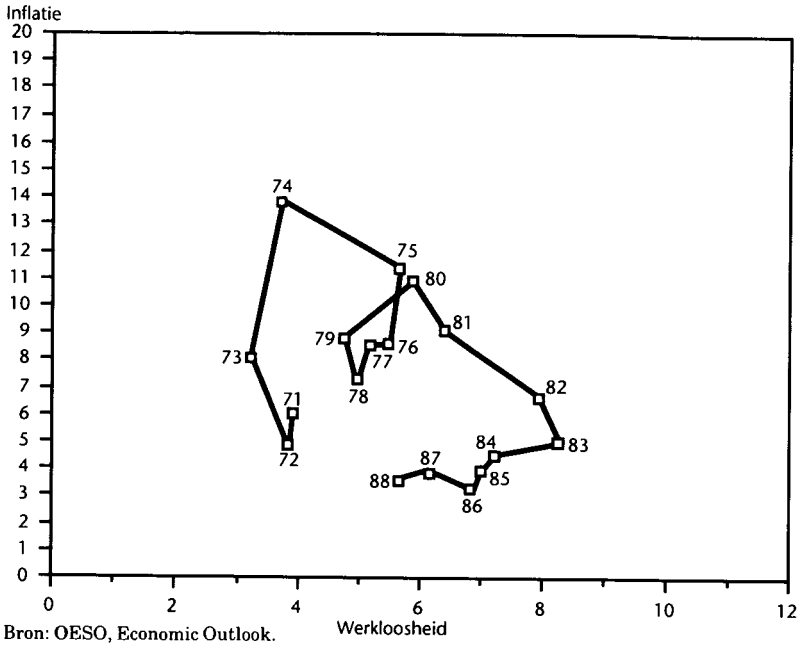


Bron: OESO, Economic Outlook.

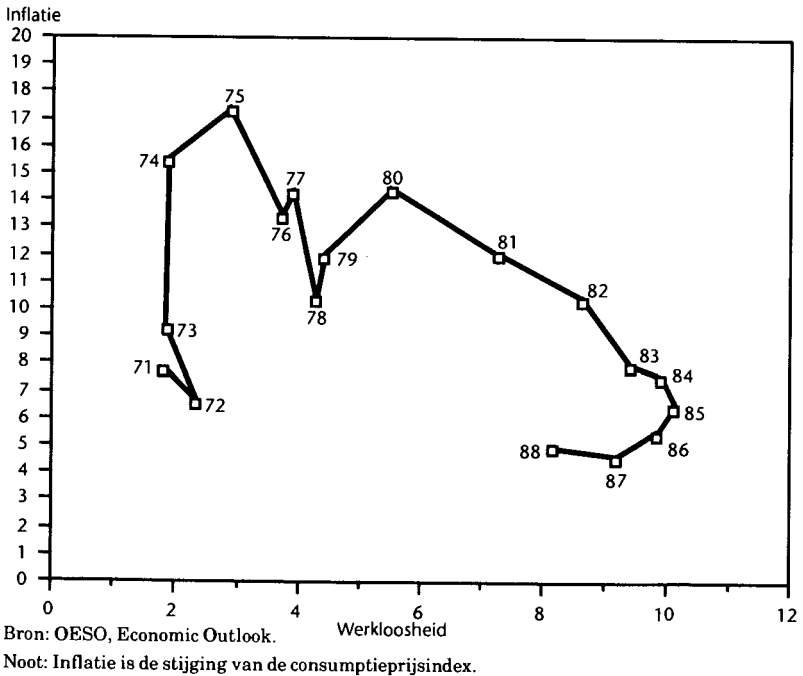
Noot: Inflatie is de stijging van de consumptieprijsindex.

loosheid binnen het EMS sinds 1979. Dit wordt geïllustreerd in figuur 1.3 waar de gemiddelde inflatie en werkloosheid in het EMS worden weergegeven. Figuur 1.4 illustreert hetzelfde voor de niet-EMS OESO-landen. Het meest opvallende fenomeen is dat in de OESO-landen buiten het EMS de afruil tussen inflatie en werkloosheid sinds 1983 aan verbetering toe is. Een dergelijke

**Figuur 1.4 Inflatie – Werkloosheid in OESO (niet-EMS)**



**Figuur 1.5 Inflatie – Werkloosheid in Europese OESO (niet-EMS)**



verbetering wordt niet in het EMS gesignaleerd. Deze ongunstige evolutie van de EMS-landen in vergelijking met andere industrielanden blijft bestaan zelfs indien we het EMS vergelijken met de andere Europese OESO-landen. Dit blijkt uit figuur 1.5 die de afruil tussen inflatie en werkloosheid in de Europese OESO buiten het EMS weergeeft. Duidelijk is dat hier een verbetering optreedt sinds 1987.

Met de oorzaken van deze ongunstige evolutie van de afruil tussen inflatie en werkloosheid in het EMS zullen we ons hier niet inlaten. De interpretatie van dit fenomeen blijft een groot twistpunt<sup>6</sup>. Wel kan worden vastgesteld dat het succes in het stabiliseren van de wisselkoersen binnen het EMS op het eerste gezicht weinig heeft kunnen veranderen aan dit fenomeen<sup>7</sup>.

### 1.3 Diagnose van het EMS-succes

De wisselkoersstabiliteit binnen het EMS heeft geen waarneembare positieve invloed gehad op de macro-economische prestaties van de EMS-landen. Dit belet nochtans niet dat de stabilisatie van de EMS-wisselkoersen op zichzelf een belangrijke prestatie is. Immers, deze stabilisatie moet gezien worden als een eerste en noodzakelijke stap naar verdere monetaire integratie.

In deze paragraaf wordt de vraag gesteld welke de ingrediënten zijn van dit succes. Met andere woorden: welke zijn de voorwaarden geweest die de stabilisatie van de wisselkoersen binnen het EMS hebben mogelijk gemaakt. Deze analyse leidt verder tot de vraag in welke mate beperkingen op het nationale monetaire en budgettaire beleid hebben bijgedragen tot dit succes.

Een eerste voorwaarde om tot stabiele wisselkoersen te komen bestaat erin dat de monetaire autoriteiten zich ertoe verbinden de koersen binnen bepaalde limieten te houden. Deze 'commitment' is essentieel in elke stabilisatie van de wisselkoersen. De ervaringen met de dollarkoersen illustreren het belang hiervan. De centrale banken van de belangrijke industriële landen hebben massale interventies ondernomen in de dollar wisselmarkten, zonder zich echter expliciet te binden aan bepaalde wisselkoersobjectieven. Deze interventies hebben dan ook slechts een beperkt succes gehad in het stabiliseren van de dollarkoersen. Binnen het EMS daarentegen werden expliciete verbintenissen aangegaan. Dit maakte het mogelijk om de wisselkoersen te stabiliseren zonder dat massale interventies, zoals in de dollar-wisselmarkten, nodig waren.

Een verbintenis (commitment) om de wisselkoersen binnen vaste limieten te houden is op zichzelf echter nog niet voldoende om de wisselkoersen te stabiliseren. Deze verbintenis moet ook nog *geloofwaardig* zijn. Dat wil zeggen dat de marktparticipanten overtuigd moeten zijn dat de monetaire autoriteiten een absolute prioriteit geven aan de vastheid van de wisselkoers, zelfs als deze prioriteit in conflict komt met andere doelstellingen van het beleid (bijv. inflatie of werkloosheid). Indien hierover de minste twijfel bestaat, zullen speculanten de vastberadenheid van de overheid uittesten, en zullen er speculatieve crisissen ontstaan. Deze eindigen bijna altijd in een wisselkoersaanpassing<sup>8</sup>.

In een omgeving waarin monetaire overheden naast de wisselkoers nog andere objectieven nastreven, zal het zeer moeilijk zijn om geloofwaardige wisselkoersafspraken te maken. Dit probleem kan nochtans gedeeltelijk opgevangen worden door soepelheid in de wisselkoersafpraak na te streven.

Het EMS heeft een dergelijke soepelheid bereikt door, ten eerste, relatief grote fluctuatiemarges (4,5% en 12% voor Italië) te behouden, en, ten tweede, door ervoor te zorgen dat de pariteitsaanpassingen die regelmatig optreden, in de regel niet groter zijn dan de fluctuatiemarge zelf. Dit laatste zorgt ervoor dat na een aanpassing van de pariteiten, de marktkoersen nauwelijks bewegen. Het resultaat is dat er geen risicolozende winsten ontstaan voor speculanten.

Deze combinatie van relatief grote marges en kleine aanpassingen van de pariteiten heeft het mogelijk gemaakt om de wisselkoersen aan te passen zonder grote speculatieve crisissen te ontketenen. Terzelfder tijd heeft deze flexibiliteit het mogelijk gemaakt een beperkte ruimte te geven aan binnenlandse

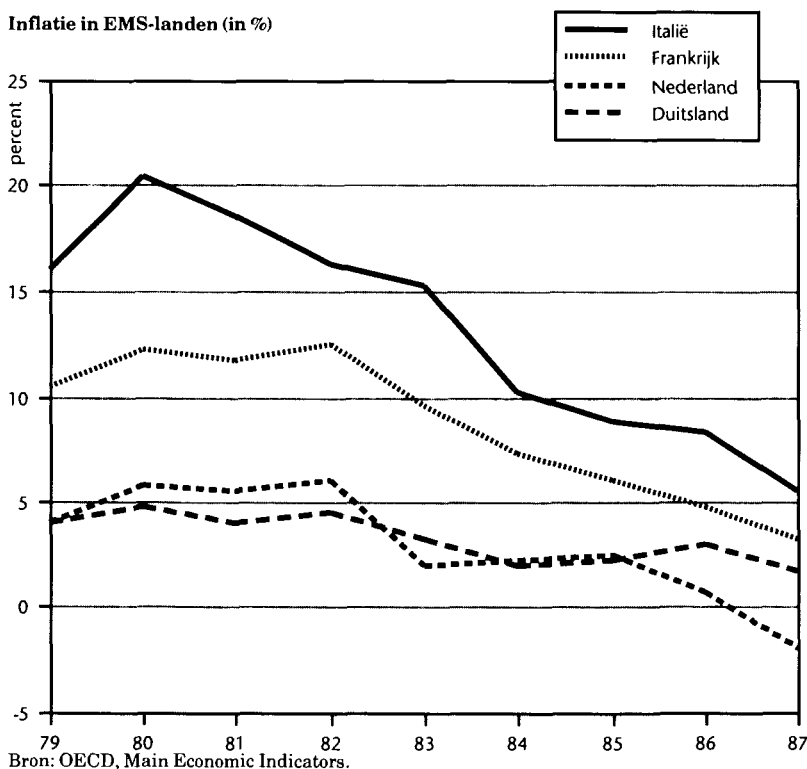
objectieven in het beleid. Meteen verkreeg het systeem een grote graad van geloofwaardigheid.

Het is echter evident dat zelfs in de relatief flexibele wisselkoersafspraken die het EMS is, de plaats die gegeven wordt aan binnenlandse objectieven van het beleid beperkt is. De credibiliteit van het systeem berust immers op het geloof van de marktparticipanten dat de monetaire autoriteiten deze binnenlandse objectieven ondergeschikt houden aan het wisselkoersobjectief. Deze ondergeschiktheid van binnenlandse doelstellingen aan het wisselkoersobjectief moet zich uiten in een bereidheid om het macro-economische beleid af te stemmen op het buitenlandse beleid dienaangaande. Indien een dergelijke bereidheid niet bestaat zal het systeem aan geloofwaardigheid verliezen.

#### 1.4 Het EMS en de beperkingen op het nationale economische beleid

In welke mate hebben de overheden van de EMS-landen hun macro-economische beleid afgestemd op het beleid van de andere EMS-landen? Dit is meteen de vraag welke beperkingen het stelsel heeft opgelegd aan het nationale beleid. In deze paragraaf zal de analyse worden beperkt tot Nederland en de drie grote EMS-landen, met name Duitsland, Frankrijk en Italië. Niet omdat de andere landen geen interessante informatie kunnen bijbrengen over deze vraag. Wel omdat de vier geselecteerde landen een voldoende gevarieerde en representatieve steekproef vormen van de ervaringen binnen het EMS.

Figuur 1.6 Inflatie in EMS-landen (in %)



In figuur 1.6 worden de jaarlijkse inflatiepercentages van een aantal EMS-landen weergegeven. Uit deze figuur blijkt dat er toch nog relatief grote divergerende prijsontwikkelingen mogelijk waren binnen het EMS. Zo blijkt bijvoorbeeld dat de Franse inflatie cumulatief haast 50 procent hoger was dan de Duitse (en de Nederlandse) inflatie gedurende 1979-'87. Wat echter ook opvalt is de nauwe samenhang tussen de Duitse en de Nederlandse inflatie. Over de

hele periode 1979-'87 stegen de Nederlandse prijzen slechts 2 procent sneller dan de Duitse.

Uit deze evidentie van de inflatieverschillen (en van de wisselkoersschommeling) kan reeds een eerste conclusie worden getrokken. Er blijken twee regimes te bestaan binnen het EMS. Het eerste is het Duits-Nederlands regime waarin de inflatieverschillen haast volledig verdwenen zijn. Dit heeft het ook mogelijk gemaakt om de DM/gulden-koers bijna niet te wijzigen. Deze laatste koers steeg met amper 3,9 procent gedurende 1979-'88.

Het tweede regime wordt geïllustreerd door de verhouding tussen Frankrijk en Duitsland (en Italië en Duitsland). Relatief grote divergerende prijsontwikkelingen zijn in dit regime blijven bestaan, en hebben regelmatige devaluaties van de FF (en van de Lira) ten opzichte van de DM noodzakelijk gemaakt. De recente vermindering van deze inflatieverschillen tussen deze landen stelt de vraag of er geen toenadering is tussen de twee regimes. We komen hierop later terug.

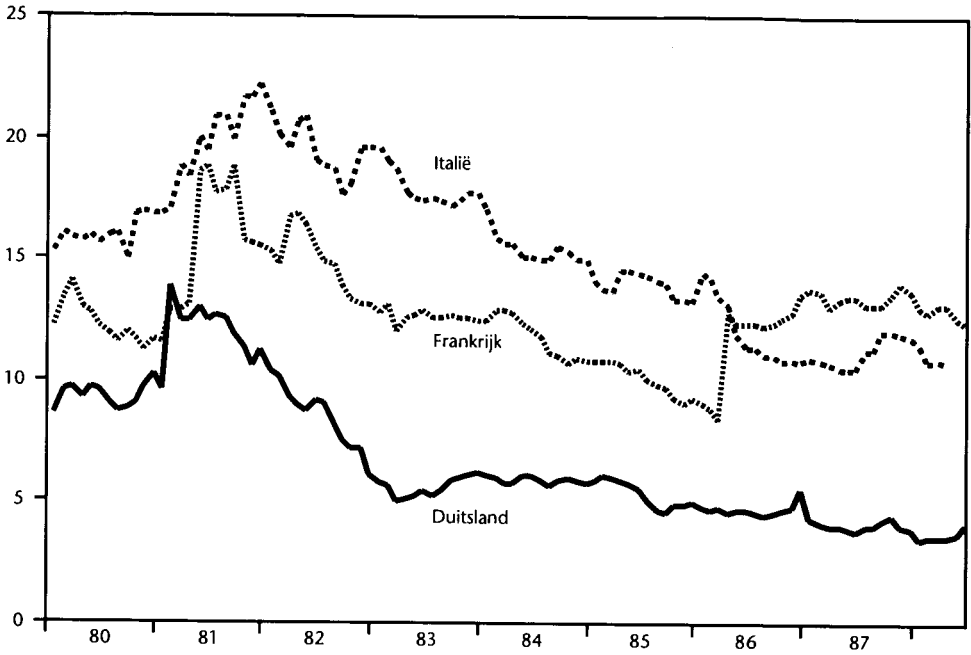
Het bestaan van twee regimes binnen het EMS wordt ook geïllustreerd door de evolutie van de rentevoeten, en van de groeivoeten van de geldhoeveelheid. In figuur 1.7 wordt de evolutie van de korte-termijnrentevoeten weergegeven (telkens in vergelijking met Duitsland). Het blijkt dat de Nederlandse rentevoet nauw aansluit bij de Duitse rentevoet. Dit is echter veel minder het geval voor de Franse en de Italiaanse rente. Over de hele periode blijven relatief grote verschillen bestaan. De haast permanent hogere rentevoeten in Frankrijk en in Italië moeten geïnterpreteerd worden als een premie voor latente verwachtingen van toekomstige devaluaties van deze twee munten. Deze premie bleek voldoende hoog te zijn om het systeem te doen werken zonder in chronische speculatieve crisissen te vervallen zoals in het Bretton-Woods regime.

De evidentie betreffende de groeivoeten van de geldhoeveelheid (zie figuur 1.8) bevestigt het bestaan van twee regimes binnen het EMS. Opnieuw blijkt dat het Nederlandse geldbeleid (zoals weerspiegeld in de groeivoet van M1), zeer nauw het Duitse geldbeleid volgt. Dit is veel minder het geval voor Frankrijk en in Italië. Wel kan de laatste jaren een grotere convergentie in deze groeivoeten worden geconstateerd.

Het voorgaande is als volgt samen te vatten. Het EMS kende in feite twee regimes. Het Duits-Nederlands regime waarin de wisselkoers haast volledig vast moet worden beschouwd. In dit regime waren er zeer sterke beperkingen op binnenlandse variabelen zoals de inflatie, de rentevoeten en de geldhoeveelheid. Deze variabelen bewogen op haast identieke wijze in Nederland en Duitsland. Gegeven de asymmetrische verhouding tussen beide landen kan worden aangenomen dat de vaste wisselkoers met de DM haast geen ruimte toeliet aan Nederland om een ander rentevoet- en geldbeleid te voeren dan het Duitse.

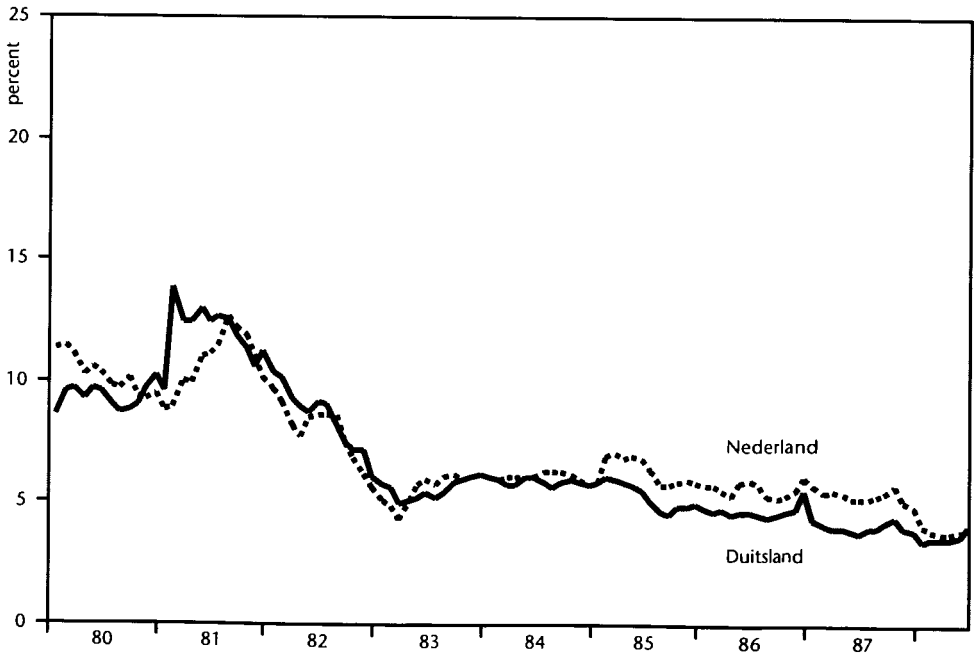
Deze stringente beperkingen op het monetaire beleid bestonden niet in dezelfde mate in het tweede regime. Hier blijken relatief grote divergenties in rentevoeten en groeivoeten van de geldhoeveelheid te bestaan. Het EMS werkte in dit regime op een relatief flexibele wijze en liet nog een beperkte mate van divergerende ontwikkelingen van inflatie en geldbeleid. Toch waren er ook hier beperkingen. Dit wordt geïllustreerd door de episode rond het Franse beleid in 1981. Uit figuur 1.8 blijkt dat Frankrijk een sterke monetaire expansie kende in 1981, terwijl op hetzelfde ogenblik Duitsland een drastische monetaire restrictie doorvoerde. Deze uiteenlopende monetaire politieken leidden vlug tot een reeks speculatieve crisissen in de DM/FF-markt, die op een bepaald moment het EMS zelf in gevaar brachten. We kunnen dus stellen dat de episode van 1981 de limiet aangaf van de mogelijke divergentie in het beleid tussen twee EMS-landen. Sinds 1981 heeft een dergelijke divergentie tussen twee landen in het EMS zich niet meer voorgedaan.

**Figuur 1.71** Korte-termijnrentevoeten (deposito's)



Bron: IMF, International Financial Statistics.

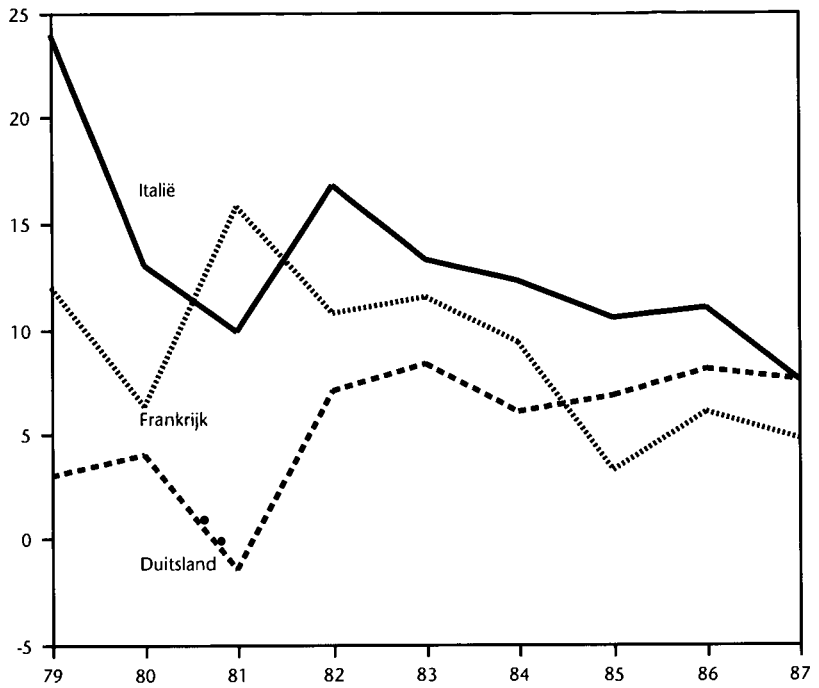
**Figuur 1.72** Korte-termijnrentevoeten (deposito's)



Bron: IMF, International Financial Statistics.

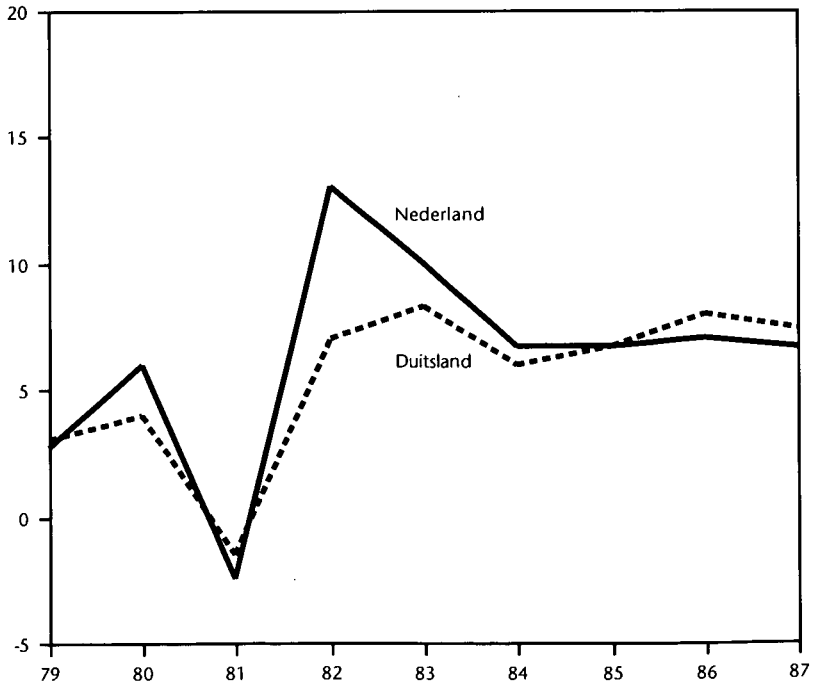


**Figuur 1.8.1** Groei van de geldhoeveelheid (M1) (in % per jaar)



Bron: IMF, International Financial Statistics.

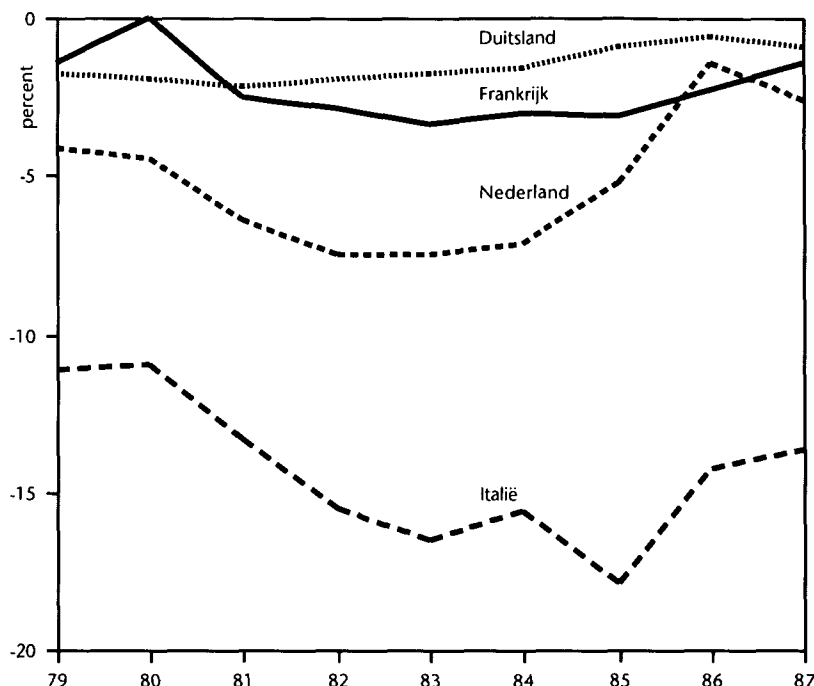
**Figuur 1.8.2** Groei van de geldhoeveelheid (M1) (in % per jaar)



Bron: IMF, International Financial Statistics.

In het voorgaande werd onderzocht of, en in welke mate, de succesrijke stabilisatie van de wisselkoersen binnen het EMS verklaard wordt door convergentie van het *monetaire* beleid. Een andere belangrijke vraag is welke de bijdrage is geweest van het *budgettaire* beleid. Figuur 1.9 geeft een begin van antwoord op deze vraag.

Figuur 1.9 Overschot overheidsbudget (in % van BNP)



Bron: IMF, International Financial Statistics.

Het meest opvallende in deze figuur is het feit dat het budgettaire beleid sterk uiteenlopende tendensen blijkt te vertonen. Vooral het contrast tussen Nederland en Duitsland is verrassend. Nederland kende een sterke toename van het budgettaire tekort gedurende de periode 1980-'82. Deze divergerende ontwikkeling blijkt echter geen noemenswaardige effecten te hebben gehad op de stabiliteit van de gulden/DM-koers.

Het geval Frankrijk is evenzeer merkwaardig. Het budgettaire tekort van Frankrijk en Duitsland blijkt een grotere convergentie te vertonen dan het budgettaire tekort van Nederland en Duitsland. Dit heeft nochtans niet belet dat de Franse frank geregeld werd gedevalueerd ten opzichte van de DM. De episode rond 1981 is opnieuw interessant. Ten gevolge van een politiek van vraagstimulering stijgt het budgettaire tekort in Frankrijk. (Deze is echter beperkter in omvang dan de toename van het tekort in Nederland gedurende 1981.) Zeer snel gaat dit gepaard met spanningen in de wisselmarkt van de FF/DM.

De band tussen wisselkoersstabiliteit en het budgettaire tekort lijkt dus complex te zijn. Twee factoren zijn hier belangrijk. Ten eerste moeten we nagaan in welke mate budgettaire tekorten werden gefinancierd door monetaire middelen. In Frankrijk zien we, bijvoorbeeld, dat de budgettaire expansie van 1981 gepaard ging met een grote monetaire expansie (vergelijk figuur 1.8 en 1.9). Precies het omgekeerde gebeurde in Nederland, waar de geldhoeveelheid daalde in 1981 (zoals in Duitsland). Het blijkt dus dat de financieringsmethode

van een gegeven budgettair tekort van doorslaggevend belang is. Nederland kon zich een grotere toename van het tekort op de overheidsbegroting veroorloven, omdat de financiering gebeurde door een beroep te doen op de binnenlandse kapitaalmarkt, in plaats van zoals in Frankrijk, de geldkraan open te draaien.

Ten tweede, stelt zich de vraag in welke mate het budgettair tekort het resultaat was van discretionaire maatregelen dan wel endogeen bepaald werd door de stand van de conjunctuur. In het Franse geval was de toename van het tekort in 1981 vooral het gevolg van een actiefrelance beleid, dat snel leidde tot een verslechtering van de lopende rekening van de betalingsbalans. In het Nederlandse geval, was de toename van het overheidstekort in 1981 vooral te wijten aan een conjuncturele inzinking. Deze toename van het overheidstekort ging niet gepaard met een toename van het lopende tekort op de betalingsbalans. Integendeel, de lopende rekening vertoonde een overschot van 3,7 miljard dollar in 1981, dat nog verder toenam in 1982 en 1983.

Deze case studies van Frankrijk en Nederland leiden tot meer algemene conclusies betreffende de band tussen het budgettaire beleid en wisselkoersstabiliteit. Landen (zoals Nederland) die een politiek van quasi vaste wisselkoers volgen, hebben toch een verrassend grote graad van budgettaire onafhankelijkheid. De beperkingen op dit beleid hebben vooral te maken met de financiering van het budgettair tekort. Ook lijkt het uitgesloten dat dergelijke landen een politiek van vraagstimulering kunnen initiëren. Binnen deze beperkingen blijkt het toch mogelijk te zijn dat het budgettair tekort een sterk divergerende ontwikkeling vertoont ten opzichte van het buitenland, zelfs in landen met een volledig vaste wisselkoers.

Uit het voorgaande volgt ook dat de beperkingen op het budgettaire beleid minder scherp zijn dan de beperkingen op het nationale monetaire beleid. Dit laatste moet in een regime van vaste wisselkoersen (zoals het Nederlands-Duits regime) een haast identieke kopie zijn van het monetaire beleid van het land aan wiens munt de nationale munt is verankerd. In tegenstelling met het budgettaire beleid laat een dergelijk wisselkoersregime echter geen enkele speelruimte voor een nationaal monetair beleid.

## 1.5 Het EMS en de rol van de Bondsrepubliek

Het wordt nu algemeen aanvaard dat het EMS op een asymmetrische wijze heeft gefunctioneerd. Sommige waarnemers gaan zelfs zover om te stellen dat het EMS in feite als een DM-zone heeft gewerkt. In deze interpretatie van de manier waarop het EMS werkt, wordt Duitsland gezien als de spil van het systeem. Duitsland bepaalt zijn geldbeleid geheel onafhankelijk van wat er gebeurt binnen het EMS. De andere landen van het EMS leggen hun wisselkoers ten opzichte van de DM vast, en onderwerpen op die manier hun geldbeleid aan het Duitse beleid ter zake. Deze visie over het EMS behoort nu tot de 'conventional wisdom'. Ze werd geformuleerd door auteurs zoals Sarcinelli (1986), Giavazzi en Giovannini (1988), en Giavazzi en Pagano (1985).

Recent onderzoek heeft echter uitgewezen dat deze visie overdreven is, en dat het EMS op een minder asymmetrische wijze functioneert dan meestal wordt aangenomen<sup>9</sup>. Weliswaar is Duitsland het toonaangevende land binnen het EMS. Toch is er ook sprake van beïnvloeding van andere EMS-landen (bijv. Frankrijk) naar Duitsland toe. Deze laatste conclusie wordt door De Grauwe (1988) getrokken op basis van causaliteitstesten uitgevoerd op de rentevoeten binnen het EMS. Dezelfde causaliteitstesten wijzen er echter op dat de relatie tussen Nederland en Duitsland erg asymmetrisch is, met name dat de Nederlandse rentebewegingen worden beïnvloed door de Duitse, en niet omgekeerd.

## 1.6 Het EMS en kapitaalcontroles

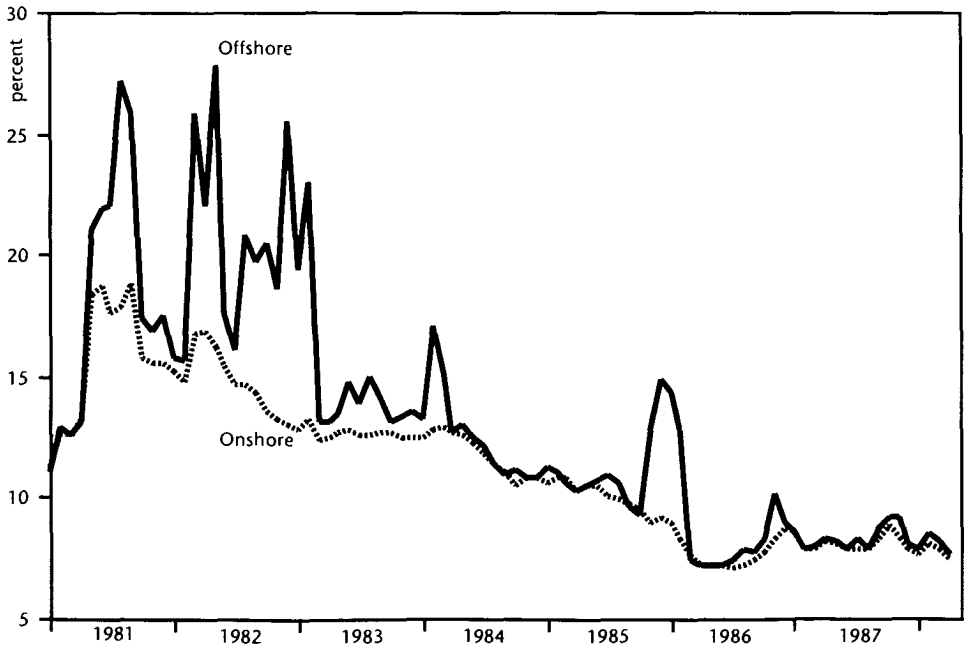
Het bestaan van twee regimes binnen het EMS blijkt ook op het vlak van kapitaalcontroles. Tussen Nederland en Duitsland is het kapitaalverkeer volledig vrij gemaakt. De andere EMS-landen hebben echter restricties op kapitaalbewegingen<sup>10</sup>. Recentelijk werd een proces van liberalisering in gang gezet.

De vraag welke de rol is geweest van de kapitaalcontroles binnen het EMS is belangrijk. Immers, de volgende stap in het monetair integratieproces houdt in dat deze kapitaalcontroles worden afgeschaft. In 1990 zouden deze controles in principe moeten verdwijnen. Zal dit niet tot verhoogde spanningen binnen het stelsel leiden?

Het is onmiskenbaar dat gedurende periodes van speculatieve crises de kapitaalcontroles een zeker nut hebben gehad. Ze hebben landen zoals Frankrijk en Italië toegelaten om de opwaartse druk op de binnenlandse rentevoeten, die onvermijdelijk is voor een verwachte devaluatie, af te zwakken. Dit wordt duidelijk geïllustreerd door figuur 1.10. Deze toont de binnenlandse ('onshore') en de 'offshore' rentevoeten op korte-termijndeposito's in Franse frank en Italiaanse lira. In periodes voor pariteitsaanpassingen blijken de offshore rentevoeten zeer sterk te stijgen, terwijl de binnenlandse equivalente rentevoeten veel minder beïnvloed werden.

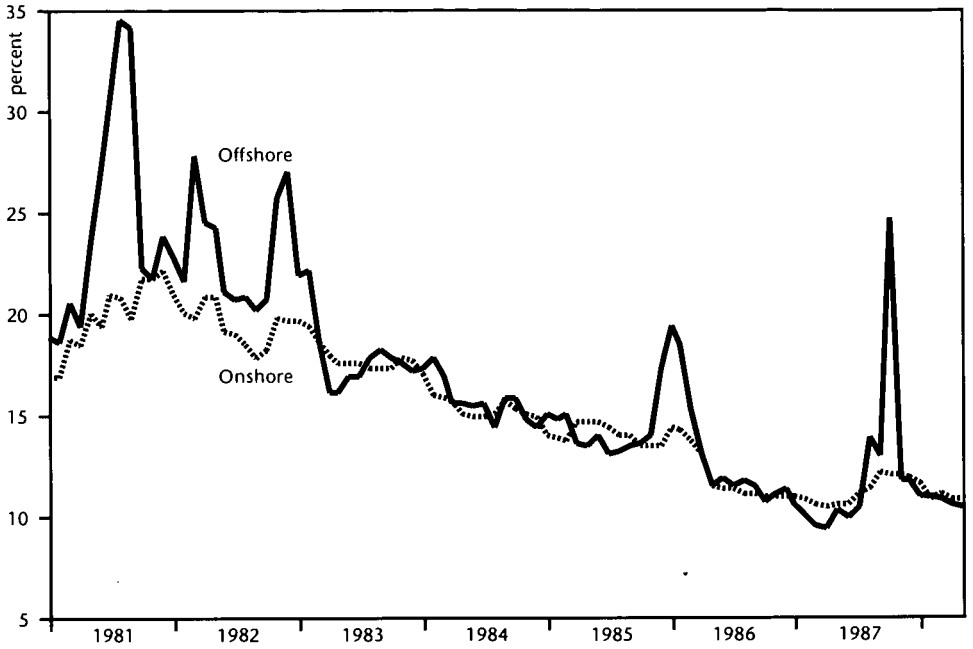
Terwijl kapitaalcontroles op korte termijn dus nuttig zijn gebleken in zwakke muntlanden, is het duidelijk dat deze kapitaalcontroles de geld- en kapitaalmarkten van deze landen niet hebben kunnen isoleren van de lange termijn rentevoetbewegingen in de andere landen. Dit blijkt reeds uit het feit dat in figuur 1.10 de afwijkingen tussen de onshore en de offshore rentevoeten slechts kortstondig zijn. Het blijkt ook uit de lange-termijnevolutie van de reële rentevoeten binnen het EMS. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van figuur 1.11.

Figuur 1.10.1 Rentevoet onshore en offshore (Frankrijk) korte termijn



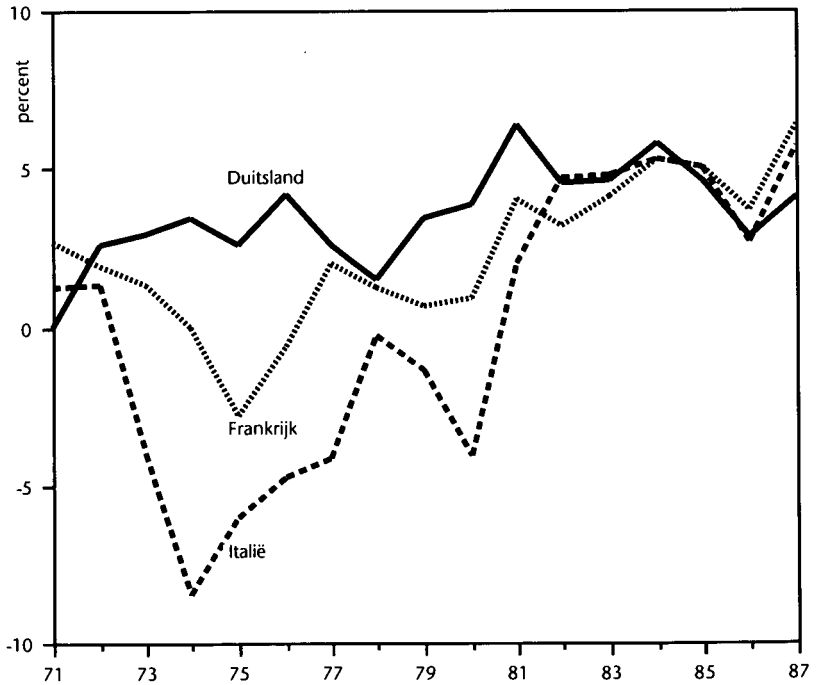
Bron: Chase Econometrics.

**Figuur 1.10.2 Rentevoet onshore en offshore (Italië) korte termijn**



Bron: Chase Econometrics.

**Figuur 1.11 Reële rentevoeten Duitsland, Frankrijk en Italië**



Bron: OECD, Main Economic Indicators.

Terwijl in de jaren zeventig de reële rentevoeten van Frankrijk, Italië en Duitsland sterk uiteenliepen, blijkt na 1980 een toenemende convergentie van deze rentevoeten. Vooral de stijging van de Italiaanse reële rentevoet is opvallend, ondanks het feit dat dit land de sterkste kapitaalcontroles bezat.

Kapitaalcontroles zijn dus een instrument gebleken die een land slechts op korte termijn kunnen afzonderen van wat elders in het EMS gebeurt <sup>11</sup>.

## 1.7 Het EMS in de toekomst: naar vaste wisselkoersen?

Met uitzondering van de relatie tussen Nederland en Duitsland, kunnen de wisselkoersrelaties tussen de EMS-landen niet als vast bestempeld worden. De overgang naar vastere wisselkoersverhoudingen dan deze die tot nog toe bestonden binnen het EMS, is een expliciete doelstelling van het beleid geworden. De vraag die zich hier stelt is welke de implicaties zullen zijn voor het nationale economische beleid van dit toekomstige EMS.

In de overgangsfase naar (volledig) vaste wisselkoersen zullen twee stappen van groot belang zijn. Ten eerste, zal in deze fase het kapitaalverkeer volledig vrijgemaakt worden. Ten tweede, zullen de interventiemarges vernauwd moeten worden. (Over deze tweede fase gaat par. 1.10.)

De stap naar vrijmaking van het kapitaalverkeer kan enigszins paradoxaal lijken. Immers, eerder werd betoogd dat kapitaalcontroles de zwakke muntlanden hebben geholpen tijdens periodes van speculatieve crisis. Waarom wordt dan vandaag de vrijmaking van het kapitaalverkeer gezien als een stap in de richting van (volledig) vaste wisselkoersen?

Het antwoord heeft te maken met de geloofwaardigheid van wisselkoersafspraken. Zolang een land kapitaalcontroles aanhoudt (of ermee dreigt), geeft ze te kennen dat ze geen volledig vertrouwen heeft in de vastheid van haar wisselkoers. Deze idee kan ook positief worden geformuleerd. Landen die zich ertoe verbinden het kapitaalverkeer volledig vrij te houden, binden als het ware hun eigen handen. Ze stellen in zekere zin hun voorraad internationale reserves ter beschikking van de speculanten. De prijs van een verkeerd monetair beleid wordt meteen zeer groot voor de autoriteiten van dit land. Dit vermindert de verleiding om een beleid te voeren dat niet afgestemd is op het beleid van de andere participanten in het monetair akkoord.

Dit disciplinair karakter van vrije kapitaalbewegingen is van uitermate groot belang in deze fase van het monetair integratieproces. Zonder vrijmaking van het kapitaalverkeer zal grotere vastheid van de wisselkoersen moeilijk te bereiken zijn.

Het Nederlands-Duitse voorbeeld illustreert deze relatie tussen vrije kapitaalbewegingen en vaste wisselkoersen. De vastheid van de wisselkoers tussen de DM en de gulden bezit twee ingrediënten, met name een monetair beleid dat volledig ten dienste staat van de wisselkoers, en vrije kapitaalbewegingen die aan deze verbintenis een geloofwaardigheid geven. De combinatie van de twee zorgt ervoor dat de gulden/DM-koers als haast volledig vast kan worden beschouwd. We kunnen dan ook stellen dat het Nederlands-Duits regime een voorafbeelding is van het regime dat de andere EMS landen zullen moeten aangaan in hun tocht naar vaste wisselkoersen.

Het voorgaande kan ook zo worden weergegeven. Kapitaalcontroles verlichten weliswaar de druk op de rentevoeten tijdens speculatieve crisissen. Om deze speculatieve crisissen echter uit te schakelen, moeten landen zich onderwerpen aan de monetaire discipline die uitgaat van het vaste wisselkoerssysteem, en moeten de economische agenten overtuigd zijn dat deze landen zich hiertoe verbinden. Een middel om deze overtuiging doorgang te doen vinden is de vrijmaking van het kapitaalverkeer. Zonder deze vrijmaking zal er twijfel blijven bestaan of de monetaire autoriteiten hun verbintenis tot een volledig vaste wisselkoers au sérieux nemen.

In deze fase van het integratieproces worden de beperkingen op het nationale monetaire beleid veel stringenter dan in het huidige EMS (uitgezonderd Nederland-Duitsland waar een dergelijke discipline reeds bestaat). De aard van deze discipline die in deze fase nodig zal zijn, kan geïllustreerd worden door het Nederlands-Duitse regime in het huidige EMS. Rentevoeten zullen nauw op elkaar moeten afgestemd worden (zie figuur 1.7 die een idee geeft van wat nauwe samenhang betekent). Van een nationaal monetair beleid zal geen sprake kunnen zijn.

Wel zal de aard van de interactie van het monetaire beleid tussen de EMS-landen er anders uitzien dan op dit moment het geval is in het Nederlands-Duitse regime. In dit laatste is de verhouding sterk asymmetrisch. De Nederlandse monetaire autoriteiten stemmen hun beleid volledig af op het Duitse beleid ter zake. Dit kan zeker niet gesteld worden over het Duitse beleid ten opzichte van Nederland. Het is onwaarschijnlijk dat een dergelijke dominerende positie van Duitsland ook in deze nieuwe fase behouden zal kunnen worden. Landen zoals Frankrijk, die hun monetair lot binden aan de FF/DM koers, zullen niet passief, zoals Nederland dit vandaag doet, reageren op wat in Duitsland gebeurt. Nieuwe, en meer symmetrische, vormen van monetaire coöperatie zullen moeten worden uitgewerkt.

Deze noodzaak om tot meer symmetrische monetaire coöperatie te komen is meteen de Achilleshiel van deze fase van het monetaire integratieproces. Het is immers veel gemakkelijker om tot geloofwaardige vaste wisselkoersen te komen wanneer de relatie tussen landen asymmetrisch is, zoals dit nu het geval is tussen Nederland en Duitsland. De conflictmaterie is in een dergelijk regime minimaal omdat één land zich onderwerpt aan het beleid van het andere land. In een symmetrisch systeem moet er een akkoord bestaan, en is er altijd een gevaar dat een akkoord niet tot stand komt, of afgebroken wordt. De realisatie van dit gevaar vermindert de geloofwaardigheid van het regime in de ogen van de speculanten. Sommige economen houden daarom ook een pleidooi tegen de vrijmaking van het kapitaalverkeer, omdat ze twijfelen aan de mogelijkheid om tot vaste coöperatieve afspraken te komen tussen de grote landen van het EMS<sup>12</sup>. De vrijmaking van het kapitaalverkeer kan in deze visie leiden tot een desintegratie van het EMS.

Toch mag dit gevaar ook weer niet overdreven worden. In paragraaf 1.5 is aangevoerd dat, zelfs vandaag, de relaties tussen Duitsland en Frankrijk minder asymmetrisch zijn dan dikwijls wordt beweerd. Het is mogelijk gebleken om tot monetaire coöperatie te komen binnen het huidige EMS.

Daarenboven kan ook gesteld worden dat de bestaande fluctuatiemarges samen met de 'commitment' om pariteitsaanpassingen klein te houden, voldoende zullen zijn om eventuele speculatieve crisissen het hoofd te kunnen bieden, zelfs indien kapitaalbewegingen volledig worden vrijgemaakt. (Zie hierover, Gros en Thygesen (1988), en Drifill (1988).)

Welke zijn de implicaties voor Nederland van deze eerstvolgende fase naar vaste wisselkoersen? Als antwoord kan gesteld worden dat, vermits Nederland deze fase van het monetair integratieproces reeds doorgemaakt, er relatief weinig zal veranderen aan zijn monetaire beleid. Dit beleid zal, zoals dit nu het geval is, volledig afgestemd moeten zijn op het objectief van wisselkoersvastheid. Deze fase van het monetair integratieproces zal dus geen significante verandering in het Nederlandse beleid noodzakelijk maken.

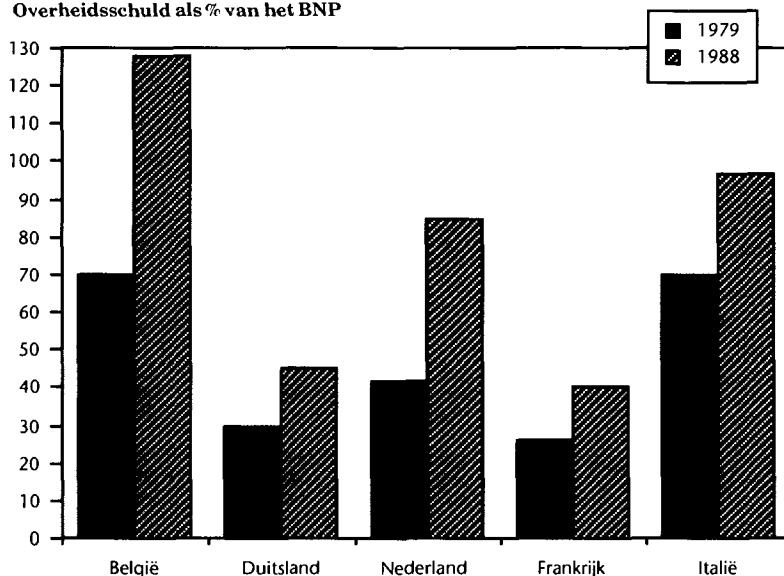
## 1.8 De autonomie van het budgettaire beleid bij vaste wisselkoersen

Eerder is vastgesteld dat het budgettaire beleid binnen het EMS een relatief

grote autonomie heeft bewaard. Dit is zelfs het geval voor Nederland, dat nochtans een (quasi) vaste wisselkoers heeft onderhouden met Duitsland.

Deze relatieve autonomie van het nationale budgettaire beleid wordt ook geïllustreerd door figuur 1.12. We tonen er de overheidsschuld als procent van het BNP in een aantal landen van het EMS. Niet alleen het niveau van de schuld is sterk verschillend in al deze landen, ook de evolutie van deze schuld sinds 1979 loopt uiteen. Nederland en België kennen de grootste toename van de overheidsschuld, met een stijging van respectievelijk 100 procent en 85 procent. Dit heeft niet belet dat Nederland zijn wisselkoers met de DM constant hield (op een depreciatie van 3.9% na).

Figuur 1.12 Overheidsschuld als % van het BNP



Bron: EC-Commission, European Economy.

Deze evidentie is niet zonder belang voor de toekomst. Ze bevestigt dat in de fase van vaste wisselkoersen en volledige kapitaalmobilititeit, landen nog over enige vrijheidsgraden beschikken voor wat betreft het budgettaire beleid. Deze vrijheidsgraden zijn echter beperkt. Deze beperkingen zijn hiervoor geïdentificeerd. Zo lijkt de financiering van budgettaire tekorten door geldcreatie uitgesloten, en kunnen landen zich niet veroorloven om alleen een relancepolitiek te voeren door budgettaire expansie. Dit laatste heeft te maken met het feit dat een dergelijke relance politiek vlug leidt tot tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. In een vast wisselkoerssysteem worden de monetaire autoriteiten hierdoor verplicht deviezen te verkopen, en de binnenlandse geldhoeveelheid in te krimpen, tenzij deze tekorten kunnen worden gefinancierd door kapitaalimport. De ervaring van vele landen is echter dat dergelijke kapitaalimport niet lang kan worden aangehouden, omdat ze een stijgende buitenlandse schuld impliceert. Dit zal op de duur de soliditeit en de geloofwaardigheid van vaste wisselkoersen ondermijnen.

Geconcludeerd kan worden dat de beperkingen op het budgettaire beleid vooral uitgaan van de externe effecten van dit beleid. In de mate dat dit beleid geen aanleiding geeft tot een stijging van de buitenlandse schuld hebben de budgettaire autoriteiten heel wat vrijheidsgraden. Het Nederlandse voorbeeld is hier opnieuw illustratief. Gedurende 1979-1988 kende Nederland een cumulatief overschot op zijn lopende rekening van ongeveer 25 miljard dollar, met



andere woorden steeg de netto-crediteur positie van Nederland ten opzichte van het buitenland met hetzelfde bedrag. Dit liet Nederland toe om een budgettaire beleid te voeren dat sterk afweek van het Duitse beleid ter zake.

## 1.9 Vaste wisselkoersen en het structureel beleid

Het economisch beleid heeft vele dimensies. Buiten het algemeen budgettaire beleid en de monetaire politiek, beschikt de overheid over menig instrument om het economisch landschap te beïnvloeden. De overheid kan op vele manieren belastingen heffen, uitgaven doen, subsidies verlenen. In hoeverre wordt het gebruik van deze instrumenten van het beleid beperkt door een regime van vaste wisselkoersen?

Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen het conjunctureel en het structureel (micro-economisch) beleid. Voor het eerstgenoemde is reeds de essentie van de analyse ontwikkeld bij de bespreking van het budgettaire beleid. Een actief conjunctuurbeleid door een land dat gebonden is aan een vaste wisselkoers, wordt beperkt door de externe effecten van dit beleid. Een land zoals Nederland dat een absolute prioriteit hecht aan het wisselkoersobjectief zal daarom moeilijk een actief conjunctuurbeleid kunnen voeren. De conjunctuur zal in grote mate ondergaan worden.

Het is zeker anders gesteld met een structureel beleid. Hiermee wordt bedoeld het geheel van maatregelen die inwerken op economische structuren. Bijvoorbeeld, een 'aanbodeconomisch' beleid dat door aanpassing van de belastingtarieven of reglementeringen de soepelheid van de arbeidsmarkt verhoogt, of een industrieel beleid dat de stimulans tot technologische vernieuwing verhoogt, enzovoort <sup>13</sup>.

Een dergelijk structureel beleid wordt in generlei wijze beperkt door de vastheid van de wisselkoers. Er is heel wat evidentie die dit bevestigt. Nemen we het geval van Luxemburg, dat een compleet vaste wisselkoers heeft met België (zonder fluctuatiemarges). Dit land is erin geslaagd een belastingpolitiek te voeren die sterk afwijkt van de Belgische politiek. Dit heeft er onder andere toe geleid dat Luxemburg aanzienlijke bankactiviteiten uit België en uit andere landen heeft aangetrokken. Dit laatste heeft geen invloed uitgeoefend op het wisselkoersakkoord tussen België en Luxemburg.

Bijkomende evidentie over de verschillen in het structureel economisch beleid wordt verschaft in tabel 1.4 die een aantal indicatoren van het beleid in Nederland en Duitsland weergeeft. De totale belastingdruk blijkt in Nederland 7,1 procent van het BNP meer te bedragen dan in Duitsland. De Nederlandse overheidsuitgaven liggen 11,2 procent van het BNP boven het Duitse niveau. Noteer dat hier geen uitspraak wordt gedaan over de optimaliteit van belastingen en overheidsuitgaven. Geconstateerd wordt alleen dat de maatschappelijke voorkeur van de Nederlanders voor significant meer overheidsuitgaven en belastingen dan de Duitsers, een vaste wisselkoers tussen de gulden en de DM niet in de weg staat.

Tabel 1.4 Indicatoren van economisch beleid in Nederland en Duitsland (1988)

	Nederland	Duitsland
Belastingdruk (% BNP)	52.2	45.1
Directe belastingen (% BNP)	13.5	11.9
Overheidsuitgaven (% BNP)	58.2	47.1

Bron: EG-Commissie, European Economy, No. 34.

Nationale staten blijken in een regime van vaste wisselkoersen met vrije kapitaalbewegingen nog een heel gamma van instrumenten te behouden die ze kunnen aanwenden om invloed uit te oefenen op hun economische structuur. Vaste wisselkoersen leggen hier nauwelijks beperkingen op.

De voorgaande conclusie hoeft in feite niet te verwonderen. Een overeenkomst tussen landen om vaste wisselkoersen en vrije kapitaalbewegingen te hebben is een monetair akkoord. Een dergelijk akkoord legt grote restricties op het nationale geldbeleid (intrestvoeten, en geldhoeveelheid), en beperkt de autonomie van het conjunctuurbeleid. Zolang de rest van het economisch beleid, en meer in het bijzonder het structureel beleid, geen belangrijke effecten heeft op macro-economische grootheden zoals de rentevoeten, en de inflatie, legt het monetair akkoord weinig of geen beperkingen op aan dit beleid. Landen met een vaste wisselkoers kunnen dan ook sterk uiteenlopende structurele politieken voeren.

Samenvattend kan gesteld worden dat in de volgende fase van het monetaire integratieproces (quasi vaste wisselkoersen en vrije kapitaalbewegingen), de landen van het EMS tot grotere monetaire coöperatie zullen moeten komen dan nu het geval is. De relatie tussen Nederland en Duitsland sinds 1979 kan richtinggevend zijn als leidraad voor de intensiteit van de coöperatie die hier nodig zal zijn. Sommige waarnemers twijfelen eraan of in een meer symmetrisch regime (dan het regime Nederland-Duitsland) een dergelijke coöperatie mogelijk is.

De noodzaak om tot grotere coöperatie bij het voeren van budgettair beleid of van structureel economisch beleid te komen is in deze fase van het monetaire integratieproces veel minder uitgesproken. Landen zullen nog een grote mate van autonomie in deze gebieden kunnen behouden. Dit heeft te maken met het feit dat een vast wisselkoersregime een monetair akkoord is dat in eerste instantie het geldbeleid bindt, zonder noodzakelijkerwijze de rest van het economisch beleid aan banden te leggen. Slechts indien dit economisch beleid het extern evenwicht aantast kan er sprake zijn van beperkingen die uitgaan van het wisselkoersakkoord.

## **I.10 Naar volledig vaste wisselkoersen**

De fase van het integratieproces die in de vorige paragrafen is besproken laat nog toe dat de wisselkoersen blijven fluctueren tussen relatief grote fluctuatiemarges (4,5 en 12%). Het is evident dat in de vooruitgang naar volledige monetaire integratie deze marges vernauwd zullen moeten worden. In deze paragraaf wordt het probleem van de implicaties voor het nationale beleid behandeld. Tevens komt de vraag aan de orde of de tijd wel rijp is voor een dergelijke vernauwing van de marges.

Zoals eerder werd betoogd heeft het bestaan van relatief grote marges samen met een impliciete verbintenis om de pariteitsaanpassingen klein te houden, een zekere graad van flexibiliteit gegeven aan het systeem. Een flexibiliteit die nodig bleek om de wisselkoersafspraken geloofwaardig te maken, en om te vermijden dat speculanten voor een verwachte wisselkoersaanpassing risico-loze winsten zouden kunnen maken. In die zin kunnen de fluctuatiemarges ook beschouwd worden als een 'last ditch' verdedigingsmechanisme bij speculatieve aanvallen.

Het vernauwen van de fluctuatiemarges heeft dan ook voor- en nadelen. Het nadeel bestaat erin dat deze verdediging wordt opgegeven, zodat bij speculatieve aanvallen de monetaire autoriteiten weerloos zijn. Toch heeft een ver-

nauwing ook voordelen. Deze hebben opnieuw te maken met de credibiliteit van het systeem. Dit kan als volgt worden gesteld.

Zolang de speculanten niet honderd procent overtuigd zijn van het commitment van de monetaire autoriteiten om ten allen tijde de vastheid van de wisselkoers na te streven, zijn de fluctuatiemarges, om de redenen die zojuist werden gegeven, van groot belang. Wanneer echter de vastheid van een wisselkoers een grote geloofwaardigheid heeft verworven (zoals bijv. de gulden/DM koers) kan het vernauwen van de fluctuatiemarges een voordeel bieden. Immers, het slopen van een inmiddels nutteloos geworden verdedigingsmechanisme verhoogt de geloofwaardigheid van het vast wisselkoersregime. Het overtuigt de speculanten van het feit dat de autoriteiten de vastheid van de wisselkoers als definitief beschouwen.

Fluctuatiemarges vervullen hier een gelijke rol als kapitaalcontroles. Bij zwakke geloofwaardigheid van de vastheid van de wisselkoers, zijn deze controles nuttig als verdedigingsmiddel in periodes van crisis. Wanneer de geloofwaardigheid toeneemt kunnen kapitaalcontroles afgeschaft worden. Deze afschaffing helpt daarenboven in het verstevigen van deze geloofwaardigheid van de vaste wisselkoersafpraak.

Welke zullen de implicaties zijn van de vernauwing van de fluctuatiemarges voor het nationaal economisch beleid?

Het lijkt erop dat voor Nederland deze implicaties niet bijzonder groot zullen zijn. Deze conclusie volgt uit de observatie dat de laatste jaren (sinds het midden van 1986), de bewegingen van de gulden ten opzichte van de DM binnen een band van 1 procent (boven en onder de spilkoers) zijn gebleven. We kunnen dus stellen dat de schommelingsmarge van de gulden/DM koers reeds *de facto* is vernauwd.

Dit fenomeen weerspiegelt het grote vertrouwen dat aanwezig is in de markt betreffende het vaste karakter van de gulden/DM-koers. Het effect van dit vertrouwen is dat de feitelijke fluctuatiemarge vernauwd is ten opzichte van de maximaal toelaatbare. We kunnen hieruit dan ook besluiten dat er weinig zou veranderen aan het wisselkoersregime van de gulden ten opzichte van de DM indien de wettelijke marge vernauwd zou worden.

Het is wel anders gesteld met de overige munten binnen het EMS. Alhoewel de convergentie van het monetaire beleid is toegenomen gedurende de laatste twee jaren (zie par. 1.4), is de graad van geloofwaardigheid van de vastheid van deze andere wisselkoersen nog niet zo intens als in het Nederlands-Duitse geval. (Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat de korte termijn rentevoeten in Frankrijk en Italië begin 1989 nog altijd 3 à 5 procent boven het Duitse niveau liggen.) Het vernauwen van de marges van deze wisselkoersen zou dan ook een groot risico inhouden, vooral op een ogenblik dat een aanvang werd gemaakt met het ontmantelen van het systeem van kapitaalcontroles. Het lijkt dan ook voorzichtiger om een vernauwing van de marges uit te stellen totdat, zoals in het Nederlands-Duitse geval, voldoende geloofwaardigheid kan worden opgebouwd om de volgende stap te zetten. Het bestaan van deze geloofwaardigheid zal zich in eerste instantie moeten manifesteren in een volledige gelijkschakeling van de (nominale) rentevoeten.

## 1.11 Samenvatting en besluit

Het huidige EMS wordt gekenmerkt door het bestaan van twee wisselkoersregimes. Het Nederlands-Duitse regime met een quasi vaste wisselkoers en vrij kapitaalverkeer, en een regime dat de overige landen omvat. In dit laatste leeft

nog altijd een verwachting dat de spilkoersen kunnen en zullen worden aangepast, en is het kapitaalverkeer nog niet helemaal vrijgemaakt.

Het Nederlands-Duitse regime is een voorafbeelding van wat er binnen het EMS moet gebeuren wanneer het kapitaalverkeer volledig is vrijgemaakt. Het nationale geldbeleid zal er volledig ten dienste moeten staan van het wisselkoersobjectief. Dit zal geen enkele ruimte overlaten voor een autonoom nationaal geldbeleid. Dus indien de volgende fase van het monetaire integratieproces, met name de vrijmaking van het kapitaalverkeer, slaagt dan zullen rentevoeten en groeivoeten van de geldhoeveelheid in de EMS-landen haast kopieën van elkaar moeten zijn, zoals dit nu reeds het geval is tussen Nederland en Duitsland. Voor Nederland zelf, zal deze fase van het monetaire integratieproces geen fundamentele verandering in het geldbeleid vereisen.

Het is echter onwaarschijnlijk dat in deze fase van het integratieproces de relaties tussen de EMS-landen op dezelfde asymmetrische wijze georganiseerd zullen kunnen worden als de relatie die nu tussen Nederland en Duitsland bestaat, waarbij dit laatste land de facto het Nederlandse geldbeleid bepaalt. Immers, de vergelijkbare economische dimensie en politieke macht van Frankrijk en Duitsland maken het ondenkbaar dat Frankrijk dezelfde ondergeschikte rol ten opzichte van Duitsland zal willen aanvaarden als Nederland dit nu doet. Meer symmetrische coöperatieve verhoudingen zullen noodzakelijk zijn, waarbij grote landen zoals Duitsland en Frankrijk samen het niveau van de rentevoeten bepalen. De noodzaak om tot meer symmetrische verhoudingen te komen is meteen de Achilleshiel van deze fase van het monetaire integratieproces.

Een vast wisselkoersakkoord laat nog relatief veel ruimte over tot het voeren van een autonoom budgettair beleid. In de mate dat dit laatste het extern evenwicht niet verstoort, hebben de nationale overheden nog relatief veel vrijheidsgraden voor het voeren van een onafhankelijk uitgaven- en belastingbeleid. Dit wordt op treffende wijze geïllustreerd door het Nederlandse voorbeeld. De grote verschillen in het budgettaire beleid van Nederland en Duitsland sinds 1979 hebben niet belet dat deze twee landen een vaste wisselkoers behielden. Met andere woorden: een wisselkoersakkoord is een monetaire overeenkomst die in eerste instantie het nationale geldbeleid aan banden legt. De andere aspecten van het economisch beleid behouden een relatieve autonomie, op voorwaarde dat de effecten van dit beleid op het extern evenwicht neutraal zijn. Deze laatste conclusie geldt ook voor het structuurbeleid. Dat wil zeggen dat landen die een vaste wisselkoers hebben, toch ruimte behouden voor het voeren van een eigen belasting- en uitgavenpolitiek.

Een volgende fase in het monetaire integratieproces zal erin bestaan dat de fluctuatiemarges vernauwd worden. Dit zal voor Nederland geen fundamentele verandering in het beleid nodig maken. Er is immers geconstateerd dat de feitelijke schommelingsmarges in de gulden-DM-markt reeds gevoelig kleiner zijn dan de maximaal toegelaten marge. Dit reflecteert het grote vertrouwen dat nu reeds heerst over de vastheid van de gulden/DM-koers. Voor de andere EMS-landen zal de vernauwing van de fluctuatiemarges een grotere monetaire discipline vereisen dan nu het geval is.

Alhoewel deze fase noodzakelijk is in het verdere integratieproces, zou het toch voorzichtig zijn met de vernauwing van de fluctuatiemarges te wachten, totdat de effecten van de liberalisatie van de kapitaalbewegingen duidelijker zijn geworden. Het bestaan van relatief grote nominale rentever verschillen tussen Duitsland, Frankrijk en Italië wijst erop dat speculanten nog geen volledig vertrouwen hebben in de vastheid van de wisselkoersen tussen deze landen. Het is raadzaam om de fluctuatiemarges slechts dan te vernauwen als de rentever verschillen ook zijn gedaald.

# Noten

- <sup>1]</sup> De schommelingen zijn gemeten aan de hand van de effectieve reële wisselkoersen. Andere maatstaven wijzen op hetzelfde fenomeen, met name dat de intra-EMS-wisselkoersschommeling significant kleiner was dan buiten het EMS. Deze conclusie geldt zowel voor bewegingen op korte als op langere termijn. Voor bijkomende evidentie zie Ungerer et alii, (1986).
- <sup>2]</sup> Zie De Grauwe en Verfaillie (1987).
- <sup>3]</sup> Deze conclusie geldt ook voor andere EMS-wisselkoersen.
- <sup>4]</sup> Zie ook Russo (1986).
- <sup>5]</sup> Giavazzi en Giovannini (1987) hebben gepoogd deze vraag te beantwoorden door een model waarin geprobeerd werd de pre-EMS-periode te simuleren na 1979. Behalve voor het geval van Frankrijk, laten hun resultaten niet toe te besluiten dat het EMS heeft bijgedragen tot een vermindering van de inflatie. Zie ook Susan Collins (1988) hierover.
- <sup>6]</sup> Er bestaat een uitgebreide literatuur over de vraag- en aanbodfactoren die de ongunstige macro-economische prestatie van de Europese landen verklaren. Voor een goed overzicht, zie bijvoorbeeld, Drèze, et alii, (1987).
- <sup>7]</sup> Men kan tegen deze conclusie natuurlijk opwerpen dat zonder het EMS de ervaring van de EMS-landen nog slechter zou geweest zijn. Zie hierover echter De Grauwe en Verfaillie (1987).
- <sup>8]</sup> Er bestaat een groeiende literatuur over het belang van credibiliteit in het beleid. Een groot deel van deze literatuur vindt zijn oorsprong in het seminaal artikel van Barro en Gordon (1983). Voor een toepassing op het EMS zie, Giavazzi en Giovannini (1986), en Cohen en Wyplosz (1988).
- <sup>9]</sup> Zie Fratianni en Von Hagen (1988), De Grauwe (1988), en Smeets (1988).
- <sup>10]</sup> België is hier een speciaal geval met een dubbele wisselmarkt. Het kapitaalverkeer is in principe vrij, doch moet langs de financiële markt passeren. Dit heeft tot gevolg dat bij een netto kapitaal uitvoer, de vrije koers uitstijgt boven de officiële koers. Kapitaal-export wordt dan in feite onderworpen aan een belasting.
- <sup>11]</sup> Voor meer evidentie over de beperkte effectiviteit van kapitaalcontroles, zie Daniel Gros (1987). Een algemene evaluatie vindt men in Padoa-Schioppa (1987), en Gros en Thygesen (1988).
- <sup>12]</sup> Onder andere Giavazzi, en ook Rogoff (1985).
- <sup>13]</sup> Zie hierover Herbert Giersch, in Drèze, et alii (1987).

# Geraadpleegde literatuur

Artis, Michael, and Mark Taylor, Exchange Rates, Interest Rates and Capital Controls in the European Monetary System, in *The European Monetary System*, Giavazzi, Micossi, and Miller, eds. Cambridge University Press, 1988.

Barro, Robert, and David Gordon, 'Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy', in: *Journal of Monetary Economics*, July, 1983.

Cohen, Daniel, and Charles Wyplosz, *The European Monetary Union : An Agnostic Evaluation*; IMF-CEPR-Brookings Conference on Macroeconomic Policies in an Interdependent World, Washington, D.C., December 1988.

Collins, Susan, *Inflation and the EMS*; NBER Working Paper No. 2599, May 1988.

De Grauwe, Paul, 'The European Monetary System and International Trade'; in: *European Economic Review*, 1987.

De Grauwe, Paul en Guy Verfaillie, 'Exchange Rate Variability, Misalignment and the European Monetary System', in: Richard Marston, ed., *Misalignment of Exchange Rates*; NBER and Chicago University Press, 1988.

De Grauwe, Paul, 'Is the European Monetary System a DM zone?'; in: *CEPS Working Document*, October 1988.

Drèze, Jacques, Charles Wyplosz, Charles Bean, Francesco Giavazzi, and Herbert Giersch, *The Two-Handed Growth Strategy for Europe*, CEPS Paper, 1987.

Driffill, John, 'Capital Controls and the European Monetary System', in: Giavazzi, Micossi, and Miller, eds., *The EMS 1979-87*; Cambridge University Press, 1988.

Fратиани, Michele, *The European Monetary System : How well has it worked?*; Graduate School of Business, Indiana University, 1988.

Fратиани, Michele, and von Hagen, Juergen, *German Dominance in the EMS : The Empirical Evidence*; mimeo, Graduate School of Business, Indiana University, April 1988.

Giavazzi, Francesco and Pagano, Marco, 'Capital Controls and the European Monetary System'; in: *Euromobiliare, Occasional Paper*, 1985.

Giavazzi, Francesco, and Giovannini, Alberto, *The Advantage of Tying One's Hands : EMS Discipline and Central Bank Credibility*; CEPR Discussion Paper, No. 135, London, 1986.

Giavazzi, Francesco, and Giovannini, Alberto, *Limiting Exchange Rate Flexibility : The European Monetary System*; MIT Press, 1988, (forthcoming).

Gros, Daniel, 'Capital Controls in the EMS : A Model with Incomplete Market Separation'; in: *CEPS Economic Working Document*, No. 32, August 1987.

Gros, Daniel, and Thygesen, Niels, 'The EMS. Achievements, Current Issues and Directions for the Future'; in: *CEPS Paper*, No. 35.

Padoa-Schioppa, Tommaso, *Efficiency, Stability and Equity: A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community*; Oxford University Press, 1987.

Rogoff, Kenneth, 'Can Exchange Rate Predictability Be Achieved without Monetary Convergence? Evidence from the EMS'; in: *European Economic Review*, June, 1985.

Russo, Massimo, 'EMS : The Time is Ripe?' in: *Bow Educational* No. 3, London, Bow Educational Trust, 1986.

Sarcinelli, Mario, 'The EMS and the International Monetary System : Towards Greater Stability'; in: *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, March 1986.

Smeets, Heinz-Dieter, *Interest Rate Linkages within the EMS*, University of Bayreuth, 1988.

Ungerer, and others, *The European Monetary System: Recent Developments*; Occasional Paper No. 19, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1986.

# Gaandeweg tot de Europese orde geroepen

# 2

A. Knoester  
A. Kolodziejak  
A. Muijzers



# Inhoudsopgave

2.1	<b>Inleiding</b>	35
2.2	<b>De doorkruising van nationaal macro-economisch beleid: verlies aan nationaal handelingsvermogen</b>	38
2.2.1	De macro-economische en monetaire coördinatie	38
2.2.2	Het verlies aan nationale macro-economische en monetaire autonomie	39
2.2.3	Het weglekken van beleidseffecten naar het buitenland	41
2.2.3.1	De ineffectiviteit van geïsoleerd nationaal beleid	41
2.2.3.2	De effectiviteit van simultaan Europees beleid	43
2.2.4	De invloed van het buitenlandse macro-economische beleid	45
2.2.4.1	De betekenis van stabiele wisselkoersen en toenemende kapitaalmobiliteit	45
2.2.4.2	De bijzondere betekenis van het buitenlands beleid voor Nederland	47
2.2.5	De invloed van het internationale monetaire kader	47
2.2.6	Een theoretische analyse van macro-economisch en monetair beleid in de internationale context	48
2.2.6.1	Het model van Fleming-Mundell	49
2.2.6.2	Een synthese van het vraag- en aanbodmodel	50
2.2.7	Verlies aan handelingsvermogen door zelfbinding in de Gemeenschap	52
2.2.7.1	Europese beleidscoördinatie: le défi Americain	52
2.2.7.2	Technisch en politiek autonomieverlies: Frankrijk 1981-1983	52
2.3	<b>Coördinatie van de macro-economische en monetaire politiek als Europese uitdaging</b>	53
2.3.1	Beleidscoördinatie: panacée of Pandora's doos?	53
2.3.2	Coördinatie van macro-economisch en monetair beleid	55
2.3.2.1	Begripsbepaling	55
2.3.2.2	Het doel van de communautaire beleidscoördinatie	57
2.3.2.3	Toegenomen belangstelling voor internationale beleidscoördinatie	57
2.3.2.4	Coördinatie en speltheorie	57
2.3.2.5	Beleidscoördinatie: mondiaal en in communautair kader	58
2.3.3	Beleidscoördinatie door middel van het EMS	59
2.3.3.1	Het Europees Monetair Stelsel	59
2.3.3.2	De uitbouw van de macro-economische en monetaire integratie	64
2.4	<b>Samenvatting en conclusies</b>	69
	<b>Noten</b>	72
	<b>Geraadpleegde literatuur</b>	73

## 2.1 Inleiding

In 1986 bracht de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid het rapport *De onvoltooide Europese integratie* uit [WRR (1986)]. Centraal in dat rapport staat de noodzaak om de stagnerende Europese economische integratie te voltooien door de verdere totstandbrenging van de interne markt voor industrieproducten en diensten, en door een herorientatie van het gemeenschappelijk landbouwbeleid. In haar reactie kon de regering instemmen met de analyse ter zake, dat na de negatieve integratie – dit wil zeggen de afschaffing van intra-Europese belemmeringen – de positieve integratie – dit wil zeggen de harmonisatie van nationaal beleid – ter hand diende te worden genomen. Door de achterstand van de positieve integratie op de negatieve integratie kan, aldus de Raad, de onvoltooide economische integratie binnen West-Europa getypeerd worden als een ‘hinkende’ integratie, en wel in tweeërlei opzicht. In de eerste plaats ten aanzien van de verwezenlijking van de gemeenschappelijke markt. In de tweede plaats loopt de coördinatie van het macro-economisch en monetair beleid uit de pas met het tot dusver bereikte – het *acquis* –, waaraan het complementair zou moeten zijn. De regering knoopte aan haar reactie dan ook een verzoek vast voor vervolgrapportages, die zich zouden moeten bezighouden met de financiering van de Europese Gemeenschap en met de macro-economische coördinatie en de monetaire samenhang. Aan dit onderwerp is het Europese eenwordingsstreven sinds de inwerkingtreding van het Verdrag van Rome in 1958 gedurende lange tijd – met uitzondering van de periode einde zestiger, begin zeventiger jaren – goeddeels voorbij gegaan. Aan de bepalingen op dit vlak in het Verdrag, de artikelen 103 tot 109 EEG, is nauwelijks inhoud gegeven. Zeker waren vooral de in economisch opzicht turbulente jaren zeventig niet het meest vruchtbare tijdvak om op monetair en macro-economisch gebied een gemeenschappelijk of supranationaal beleid te ontwikkelen. Anderzijds is echter evident dat de grootste moeilijkheid gelegen is in het feit dat het hierbij gaat om een terrein waarop de lidstaten bijzonder gehecht zijn aan hun soevereiniteit.

Dit préadvies handelt over de coördinatie van het macro-economische en monetaire beleid. Het wordt uitgebracht op een moment dat met name de monetaire integratie weer volop in de belangstelling staat. Dit onderwerp staat hoog op de agenda van de Europese Raad in Madrid in juni 1989. Daarbij zal gebruik worden gemaakt van de bevindingen van de groep deskundigen – het Comité Delors – die van de Europese Raad in juni 1988 te Hannover de opdracht heeft gekregen zich te buigen over mogelijke stappen op het gebied van de Europese monetaire integratie. Het fenomeen van een Europese Centrale Bank duikt herhaaldelijk op in discussies en commentaren. Maar ‘if a European Central Bank is the answer, what’s the question?’

In 1983, op het dieptepunt van de economische recessie en dito van de Europese eenwording, markeerde een document van het Europese Parlement – het rapport Albert-Ball – een revolutie in het denken over de Europese integratie, die van grote betekenis is voor het terrein van de monetaire en macro-economische samenwerking [Albert and Ball (1983)]. De rapporteurs wezen op de prijs die de lidstaten ook op macro-economisch gebied betalen voor het niet-Europa. Het besef van de ‘Cost of Non Europe’ heeft de Europese integratie een nieuwe dynamiek gegeven. Juist deze roept vragen op met betrekking tot het nationale en communautaire macro-economische en monetaire beleid [Ball (1988), pp. 18 e.v.]. De nieuwe dynamiek is verbonden met de voltooiing van de interne markt langs de lijnen zoals die in het Witboek van Commissie uit 1985 zijn aangegeven. Uiterlijk 1 januari 1993 moet de gemeenschappelijke markt zijn gerealiseerd, waarbinnen vrij verkeer van goederen, diensten en productiefactoren kan plaatsvinden. De Europese Commissie tilt in haar voortgangsrapport van november 1988 zwaar aan de voltooiing van de interne markt: de Commissie acht die niet alleen de sleutel tot de welvaart van de Gemeenschap

maar ook tot haar toekomst [Europese Commissie (1988)]. In de genoemde Europese Raad van Hannover (juni 1988) verklaarden de staatshoofden en regeringsleiders dat de totstandbrenging van de interne markt, de hoofddoelstelling van de Europese Akte,

*'... nu het punt heeft bereikt waar geen terugkeer meer mogelijk is, welk feit wordt aanvaard door allen die actief zijn in het economische en sociale leven'.*

Uit de integratie van de Europese Markt vloeien volgens de Commissie, die zich baseert op de studie Cecchini, grote voordelen voort, waaronder naar schatting 2 miljoen nieuwe banen op middellange termijn. Over de relatie tussen deze marktintegratie en de economische en monetaire politiek schrijft de Commissie in het genoemde voortgangsverslag:

*'De economische en monetaire politiek heeft zowel een directe als een indirecte invloed op de voltooiing van de interne markt. De richtlijn inzake de liberalisatie van kapitaalbewegingen, die in juli 1990 in werking treedt, maakte een integrerend deel uit van het Programma van het Witboek en vormt thans een fundamentele basis voor de totstandbrenging van een werkelijke interne markt voor financiële dienstverlening. Bovendien belemmeren instabiele wisselkoersen het vrije verkeer tussen nationale markten. Het Europese Monetaire Stelsel dient derhalve te worden versterkt teneinde de eenheid van de interne markt te vergroten.'*

Een versterking van de Europese monetaire samenwerking noopt enerzijds tot meer communautaire coördinatie bij het macro-economische beleid; zij regardeert anderzijds ook rechtstreeks het nationale begrotingsbeleid.

Bij *stabiele wisselkoersen* en een *hoge mate van kapitaalmobiliteit* vervalt voor een kleine open volkshuishouding als de Nederlandse de mogelijkheid om een zelfstandige monetaire koers te varen. Weliswaar kan de stabiliteit van de wisselkoers op de korte termijn via de rentepolitiek worden gehandhaafd, op langere termijn is de prijs die in de reële sfeer in een geïntegreerde markt voor een hogere kapitaalmarktrente moet worden betaald aanzienlijk. Deze kapitaalmarktrente ondervindt momenteel sterk de invloed van het begrotingsbeleid van de overheid. In de context van grotere kapitaalmobiliteit en stabielere of vaste wisselkoersen, kan de begrotingspolitiek aan effectiviteit winnen, mits Nederland en, bijvoorbeeld, West-Duitsland en Frankrijk in dit opzicht geen tegengesteld gericht beleid voeren. Door de toegenomen interdependentie tussen de volkshuishoudingen in het algemeen en de communautaire in het bijzonder bestaat bovendien de kans dat, in de communautaire context gezien, de resultaten van een restrictief begrotingsbeleid, in termen van produktie- en werkgelegenheidstoename, worden overschat en die van een expansief begrotingsbeleid onderschat.

Ten aanzien van het Nederlandse *monetaire beleid* is er al een zekere gewenning opgetreden aan het feit dat dit beleid niet zozeer in het verband van het Europese Monetaire Stelsel wordt bepaald, alswel binnen de randvoorwaarden die door de Duitse Bundesbank worden gesteld. Het *budgettaire beleid* wordt nog te veel als een binnenlandse aangelegenheid bij uitstek gezien. Betoogd zal worden dat dit beleid juist in samenhang met het monetaire beleid in internationaal, communautair kader geplaatst dient te worden. In dit decennium is er een vacuüm ontstaan tussen het bereik van het nationale macro-economische beleid enerzijds en het startpunt van het communautaire beleid anderzijds. De operationele economische beleidsmodellen van het Centraal Plan Bureau, Freia en Freia Kompas, verbeelden dit doordat zij in hoge mate *resistent* zijn voor nationale beleidsinstrumenten die de groei en de werkgelegenheid zouden kunnen stimuleren, terwijl ze zeer gevoelig zijn voor exogene impulsen<sup>1</sup>. Hoe Nederlandse of andere beleidmakers op de laatstgenoemde impulsvariabelen invloed kunnen uitoefenen is niet in de modellen opgenomen.

Dit verschijnsel, waarbij het afvloeien van binnenlands handelingsvermogen centraal staat waarvan ook in 'De onvoltooide Europese integratie' sprake is, wordt wel het *Padoa-Schioppa theorema* genoemd [Padoa-Schioppa (1985, 1987)]. In het buitenland, bijvoorbeeld in Frankrijk, heeft deze ontwikkeling

het Planbureau en conjunctuurinstituten wel al aanleiding gegeven Europese naast nationale economische beleidsmodellen te gebruiken '*pour raisonner en européen*', oftewel '*prendre en compte l'Europe dans le raisonnement économique*'<sup>2</sup>.

Als het gaat om de coördinatie en institutionalisering van macro-economische politiek in de Gemeenschap speelt de extra-communautaire afstemming uiteraard eveneens een belangrijke rol. Deze afstemming betreft met name Japan en de Verenigde Staten, maar ook de nieuw-industrialiserende landen (NICs) en de traditionele ontwikkelingslanden. Dit is een zo mogelijk nog meer verwaarloosd terrein, wellicht omdat het voor de hand ligt dat *interne afstemming* aan de *externe afstemming* vooraf gaat. Uit de ervaringen met het in 1979 in werking getreden Europese Monetaire Stelsel (EMS) wordt duidelijk dat de interne afstemming niettemin in het geheel niet los van de externe afstemming kan worden beschouwd. Een deflatoir beleid van de EG-lidstaten bijvoorbeeld, dat sterker uitwerkt dan bedoeld door de simultaneïteit, kan in combinatie met een krappe Amerikaanse monetaire politiek via een sterke dollar en druk op de Duitse markt tot renteverhogingen in Europa leiden. Tevens kunnen dan door asymmetrische uitwerking van deze ontwikkeling op de verschillende volkshuishoudingen van de Gemeenschap spanningen ontstaan binnen het EMS.

Vertrekkend van het *subsidiariteitsbeginsel* zal worden uiteengezet dat het economische beleid dat zich richt op de *aanbodzijde* van de economie c.q. het structuurbeleid in ruime zin het aangewezen terrein is van de nationale staten. Dit subsidiariteitsbeginsel houdt in dat de Gemeenschap niet aan nationale overheden en marktpartijen onttrekt, waartoe deze zelf in staat zijn. Positief geformuleerd dient de Gemeenschap ervoor te zorgen dat nationale overheden en marktpartijen zo goed mogelijk hun taak kunnen vervullen. Alleen wanneer hun mogelijkheden daartoe tekortschieten, mag de Gemeenschap aanvullend optreden. Beleid dat zich richt op de *vraagkant* van de economie – een zijde die lang, ook ten tijde van de Convergencebeslissing van de Raad op 18 februari 1974, werd overbelicht – sorteert alleen effect in wat de literatuur noemt de gesloten volkshuishouding, hetgeen inhoudt dat voor dit beleid de Gemeenschap het aangewezen niveau is. Een dergelijk beleid kan gewenst zijn met het oog op het terugdringen van grotere onevenwichtigheden in de wereld-economie en de systematische onderschatting van de deflatoire effecten wanneer het ene land, in dit geval Nederland, niet in zijn politiek verdisconteert dat het andere land ook een verkrappend budgettair beleid voert.

In augustus 1987 diende de Europese Commissie bij de Raad een pakket van voorstellen in met betrekking tot de, voor de werking van de interne markt zo belangrijke, opheffing van de fiscale grenzen en de onderlinge toenadering van de BTW-tarieven en de accijnsrechten. Het Comité voor Economische Politiek heeft op verzoek van de Raad de macro-economische implicaties van die voorstellen onderzocht. Het is maar de vraag of de Raad over deze materie uiterlijk 1992 een voorstel kan aannemen. Gezien het feit dat de inkomenskant van het begrotingsbeleid hiervan een belangrijke invloed zal ondervinden, is duidelijk dat tegelijk de uitgavenkant niet onberoerd kan blijven, terwijl de verantwoordelijkheid hiervoor bij de nationale overheden blijft berusten. Wanneer zich in het kader van de marktintegratie een belastingverlagingswedloop zou voordoen, kan dit voor de openbare financiën en de macro-economische ontwikkeling van Nederland een groot onevenwichtigheidsrisico inhouden.

Niet alleen de *Nederlandse nationale overheid* wordt door de voortgaande materiële en formele Europese economische integratie voor vragen van macro-economische en monetaire coördinatie gesteld. Het *Europese bedrijfsleven* heeft minstens tot 1993 nog rechtstreeks te maken met de technische, fysieke en fiscale belemmeringen op de beoogde interne markt. Daarnaast is echter een effectief macro-economisch en monetair beleid, waarvoor het nationale niveau steeds minder garant kan staan, voor de ondernemingen van groot

belang, terwijl vooral wisselkoersonzekerheden in toenemende mate als problematisch worden ervaren, zoals onder meer uit een recente enquête onder Europese ondernemers blijkt [Association for the Monetary Union of Europe (1988)].

De stelling dat *ongecoördineerd macro-economisch en monetair beleid de interne markt kan doorkruisen* staat centraal in dit préadvies. Vanuit de opvatting dat, mét de Europese Raad, de voltooiing van de interne markt als een onomkeerbaar proces moet worden gezien, zullen voorstellen worden gedaan hoe een versterkte Europese macro-economische en monetaire samenwerking zou kunnen worden geïnstitutionaliseerd. Deze kan onder meer, in navolging van onder andere Bosman en Thygesen, gezocht worden bij een stapsgewijze invoering van een *Europees federaal banksysteem* naar het model van de Fed in de Verenigde Staten. Daarnaast zal worden ingegaan op de vraag hoe het statuut van een dergelijk banksysteem eruit zou kunnen zien. De Europese Economische en Monetaire Unie, zoals geformuleerd in de resolutie van de Raad en vertegenwoordigers van de Lidstaten op 22 maart 1971, houdt een gebied in waarbinnen personen, goederen, diensten en kapitaal vrij kunnen bewegen, alsmede vaste, niet aanpasbare wisselkoersen en een communautair banksysteem. Gelet op deze definitie is duidelijk dat met de voltooiing van de interne markt te bereiken de weg naar de Economische en Monetaire Unie al voor een belangrijk stuk wordt afgelegd. Niettemin is er sprake van een geleidelijke overgang. Bij de – gefaseerde – institutionalisering van de coördinatie van de macro-economische en monetaire politiek zal worden aangegeven hoe een coördinatie-standaard gevonden kan worden<sup>3</sup>.

Zoals bekend vormt ook de *politieke levenscyclus* een belangrijk beletsel voor de coördinatie dat in een concept van institutionalisering te verdisconteren is: regeringen zullen kort voor verkiezingen niet graag meewerken aan een coördinatievoorstel dat op korte termijn ook in het eigen nationale vlees snijdt. Bovendien kunnen successievelijke nationale regeringen er geheel verschillende coördinatie-opvattingen op na houden. Voor Nederland is een praktische consequentie dat in de Europese Economische en Monetaire Unie de nationale financieringstekorten hun functie verliezen en derhalve op weg daar naar toe voor wat betreft de gewone dienst geleidelijk doch gestaag moeten worden afgebouwd. Zonder de prijs van macro-economische en monetaire coöperatie te betalen kunnen de *voordelen* van de Europese integratie voor Nederland wel eens omslaan in *nadelen*. En voor ingroei in het *'steeds hechter verbond'* tussen de Europese volkeren, zoals de préambule van het Verdrag van Rome de kern van de integratie omschrijft, heeft Nederland noch economisch noch bestuurlijk een alternatief, en wordt het *gaandeweg tot de Europese orde geroepen*.

## 2.2 De doorkruising van nationaal macro-economisch beleid: verlies aan nationaal handelingsvermogen

### 2.2.1 De macro-economische en monetaire coördinatie

De Westeuropese integratie verschilt in drie belangrijke opzichten van historische federale of confederale voorbeelden, zoals de Verenigde Staten van Amerika of Zwitserland:

1. De nationale staten in West-Europa vormen al eeuwen het belangrijkste kader waarbinnen het maatschappelijk leven zich heeft kunnen ontwikkelen. Dit verschil klemt des te meer omdat de Westeuropese integratie plaatsvindt *na* de opkomst van de positief interveniërende sociale staat.
2. De Europese integratie vindt niet plaats in een hecht geworteld statelijk verband met een centraal gezag waaraan essentiële staatsaken zijn opgedragen. De Gemeenschap heeft een licht parastatelijke structuur, terwijl de Lidstaten de kernbevoegdheden van soevereine staten behouden.
3. De gemeenschapsorganen hebben in verhouding tot de nationale staten ontoereikende middelen om coördinerend of integrerend op te treden [Keur (1982)].

De Nederlandse overheid beschikt evenals de overige Europese nationale overheden over een groot aandeel in het nationaal inkomen, hetgeen hen in principe de instrumenten biedt voor het voeren van macro-economisch beleid. Er kan dus worden gesteld dat, gelet op de verdeling van het actuele interveniërende en coördinerende vermogen, de primaire competentie voor het macro-economische en monetaire beleid bij de Lidstaten berust. Maar het is de vraag of deze competentie nog kan worden waargemaakt, zoals Zijlstra (1966) zich reeds afvroeg.

Het nationale macro-economische beleid kan worden doorkruist door:

1. het monetaire beleid;
2. het macro-economische beleid van andere landen;
3. het weglekken van de effecten van het beleid naar het buitenland.

Franse ervaringen, waarop we verderop in dit hoofdstuk uitvoeriger ingaan, suggereren dat deze drie factoren gelijktijdig het nationale macro-economische handelingsvermogen sterk verkleinen. In Frankrijk werd bij het aantreden van de regering Mitterand in 1981 een ambitieus beleidsplan ter stimulering van de economie gelanceerd. Dat beleid werd doorkruist door het monetaire beleid in het kader van het EMS, door het macro-economisch beleid in de andere Lidstaten – in het bijzonder in West-Duitsland –, én door het weglekken van de effecten van het Franse beleid naar het buitenland. Het zal duidelijk zijn dat deze weglek-effecten door de toenemende mobiliteit van goederen, diensten, arbeid en kapitaal in de Gemeenschap steeds belangrijker worden. Dat geldt in het bijzonder onder een regime van steeds stabielere of vaste wisselkoersen. Door *coördinatie* van het macro-economische beleid door de Lidstaten kan het nationaal handelingsvermogen om te interveniëren hersteld worden. In hoofdstuk 3 zal nader op dit coördinatievraagstuk worden ingegaan.

Aan de receptuur van coördinatie van de macro-economische politiek zijn vele problemen verbonden. De min of meer recent ontstane grote hoeveelheid literatuur over deze problematiek, waaronder veel van Amerikaanse zijde, illustreert dit eens te meer<sup>4</sup>. Als er al een consensus over de noodzaak van gecoördineerd regeringsingrijpen bestaat, blijft er nog altijd de vraag waaruit dit ingrijpen dient te bestaan. Deze vraag kan worden opgesplitst in vier subvragen:

1. Welke is de analyse van het economisch proces?
2. Welke doelstellingen worden gekozen?
3. Welk is ons economisch model waardoor we instrumenten met doelstellingen verbinden?
4. Welke beleidsinstrumenten worden ingezet?

In algemene termen zal er zowel overeenstemming zijn over de doelstellingen als over de noodzaak van evenwichtige ontwikkelingen zonder veel inflatie, zonder grote werkloosheid, en zonder overschotten en tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. De nadere invulling van deze doelstellingen, het gewicht dat men aan ieder van deze hecht, en de keuze van beleidsinstrumenten hangen echter nauw samen met de analyse die men maakt van het economisch proces en van de politieke context. Kans op succes van een door de Gemeenschap opgelegde coördinatie van het macro-economische beleid is er in de huidige constellatie alleen als de Lidstaten onder de drang der omstandigheden, naar analogie van Odysseus en de Sirenen, besluiten zichzelf macro-economisch te binden, zoals tot op zekere hoogte in het EMS is gebeurd.

### 2.2.2 Het verlies aan nationale macro-economische en monetaire autonomie

Dat het vermogen van de Lidstaten om effectief macro-economisch en monetair beleid te kunnen voeren weglekt vormt juist daarom een probleem, omdat dit *niet* op gemeenschapsniveau wordt goedge maakt.

Economisch handelingsvermogen vloeit voor Nederland als kleine open economie minstens zo sterk af als bestuurlijk-juridisch handelingsvermogen. Toch

wordt dat laatste fenomeen in het algemeen veel beter onderkend dan het eerstgenoemde [Ter Kuile (1988), Geelhoed (1988)]. Men spreekt in dit verband wel over een *democratisch deficit*, waarmee wordt aangeduid dat in het kader van het integratieproces nationaal handelingsvermogen afvloeit naar de Gemeenschap waarop onvoldoende democratische controle kan worden uitgeoefend door het Nederlandse of Europese parlement. Sommige auteurs zijn overigens van mening dat dit tekort kan worden opgevuld door het optreden van de Europese rechter [Koopmans (1980), Crijs (1984)]. De Nederlandse Grondwet draagt aan de Regering de zorg voor het economische beleid op. Dit is in laatste instantie terug te voeren op economische en sociale grondrechten van de ingezetenen. Voor het realiseren van belangrijke economische beleidsvoornemens als bijvoorbeeld de reductie van de werkloosheid is de Regering in de afgelopen jaren gebleken zeer afhankelijk te zijn van buitenlandse ontwikkelingen en medewerking. Illustratief in dit verband is, dat de Commissie Economische Deskundigen van de Sociaal-Economische Raad in haar Rapport internationale coördinatie van beleid uit 1983 met geen woord rept over wat de Nederlandse regering – afgezien van afwachten – in dit verband zou kunnen doen. Smulders (1984) stelt in zijn studie Internationaal stimuleringsbeleid wél de vraag aan de orde naar de mogelijkheden van Nederlands handelen: ons land kan niet eenzijdig stimuleren vanwege zijn lage inkomens-multiplier en de daarbij te verwachten negatieve uitwerking op de betalingsbalans en het reeds te hoge financieringstekort. Vanwege dat hoge financieringstekort kan het ook aan een dergelijk beleid in OESO-kader niet meedoen. Smulders oordeelde dat een internationaal stimuleringsbeleid – zonder Nederland dus – voor Nederland wel van uitzonderlijk groot belang was. Zo'n beleid, dat de facto door de Verenigde Staten op eigen kracht is uitgevoerd, zou Nederland in staat stellen het structurele financieringstekort van de overheid terug te dringen met aanzienlijk geringere offers in termen van beschikbaar loon en steuninkomen dan zonder zo'n beleid het geval zou zijn, en zelfs naar alle waarschijnlijkheid met een toename van de werkgelegenheid. Ligt dus voor Nederland de primaire competentie voor het macro-economische en monetaire beleid op het nationale niveau, tegelijkertijd is er sprake van feitelijk verlies van autonomie. We zullen laten zien dat dit niet alléén voor Nederland geldt, maar vanwege haar karakter van kleine open economie die nauw verweven is met de Europese Gemeenschap wel in bijzondere mate. Zoals o.a. door Kortmann en van Doorn naar voren is gebracht is de situatie waarin de nationale overheid wél de legitimatie en de bevoegdheid bezit om bepaalde taken uit te voeren, maar *niet* de feitelijke macht om ze te realiseren, vanuit bestuurlijk-juridisch gezichtspunt bijzonder onwenselijk [Kortmann (1981), van Doorn (1983)]. De overheid loopt door gebrek aan stuurkracht het risico gezag te verliezen. Zo ontstaat in de verzorgingsstaat een ernstig sturingsprobleem [Geelhoed (1983), Bovens en Witteveen (1985), den Uyl (1986)]. Dat is de nationale kant van de medaille van de integratie- en coördinatietekorten.

In het navolgende wordt een meer kwantitatieve analyse gegeven van de mogelijkheden voor ons land om zelfstandig macro-economisch c.q. budgettair beleid, en monetair c.q. geldhoeveelheids- en wisselkoersbeleid te voeren. Na een theoretische uitweiding over stabilisatiepolitiek in een open economie zal worden bekeken hoe het met de macro-economische en monetaire autonomie van de grotere economieën in de Gemeenschap is gesteld. Het inzicht van het verlies van macro-economische en monetaire autonomie moet niet worden onderschat. De nationale politici houden nog teveel vast aan de gedachte dat ze de hele macro-economische wereld in hun handen houden. Dit autonomie-verlies moet echter niet worden verward met verlies van soevereiniteit.

*The illusion of national autonomy is still widespread and is widely confused with national sovereignty. The latter concerns the formal ability of a nation to act on its own rather than under the instruction of another nation. That remains undiminished. National autonomy in contrast, is the ability of a nation to attain its objectives through unilateral action.*

*That is heavily constrained in an environment of high interdependence. Economic cooperation may restore some effectiveness in pursuit of objectives. Far from undermining national sovereignty, such cooperation often represents wise exercise of that sovereignty.*'<sup>5</sup>

Volgens Cooper kan coördinatie dus aan de slinkende autonomie tegemoet komen, en vormt dit – gegeven de hoge graad van interdependentie – eerder een verstandig gebruik dan een aantasting van de souvereiniteit. In hoofdstuk 2.4 zullen we zien dat de opvatting van een economische samenwerking en coördinatie *zonder* gevolgen voor de nationale souvereiniteit een typisch Amerikaanse benadering weerspiegelt, die niet past in het acquis van de Europese integratie. Van belang om vast te houden is het verband tussen toenemende internationale interdependentie en afname van nationale beleidsautonomie. Aan de hand van veertien economische meerlandenmodellen biedt Kolodziejak (1988) een overzicht van de kwantitatieve omvang van de macro-economische en monetaire interdependenties binnen de Europese Gemeenschap en tussen de landen van de Gemeenschap enerzijds en andere landen en landenblokken in de wereldeconomie anderzijds. Ook de beperkte Nederlandse autonomie komt daar duidelijk naar voren.

De nationale macro-economische autonomie kan, zoals eerder is gesteld, tegelijkertijd worden gefrustreerd door het eigen monetaire beleid, door het macro-economische en monetaire beleid van andere landen, én door het weglekken van beleidseffecten naar het buitenland. Omdat de Nederlandse monetaire autoriteiten het wisselkoersinstrument sinds ca. 1977 *grosso modo* hebben ingezet voor het streven naar een vaste pariteit van de gulden ten opzichte van de Duitse mark [Muijzers (1989)] kan het in kaart brengen van de verkleinde autonomie van het nationale macro-economische beleid voornamelijk beperkt worden tot het tweede en derde punt. Hier gaat het er immers om juist die beperkte autonomie te belichten die reeds los van de *de facto* of de *jure* internationale binding van het Nederlandse monetaire beleid en een al dan niet binnenlandse accomoderende geldpolitiek bestaat. Met andere woorden: van belang is hier de omvang van de *onvrijwillige beperking van nationale autonomie*. Daarom zullen in het nuvolgende enkele dependenties worden belicht die door meerdere meerlanden-modellen worden aangegeven [Kolodziejak (1988)].

### **2.2.3 Het weglekken van beleidseffecten naar het buitenland**

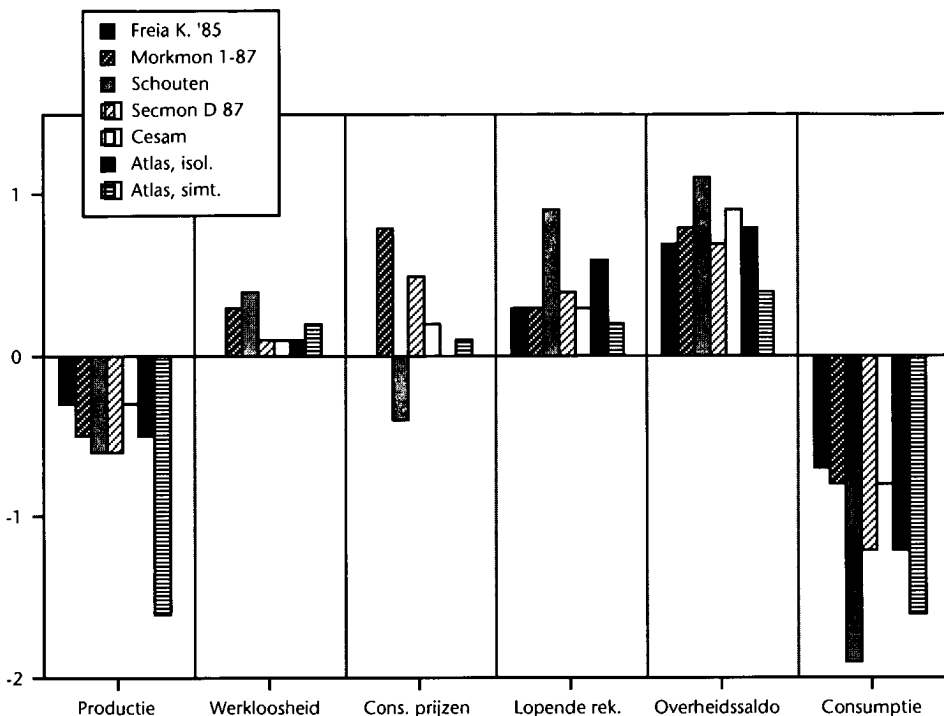
#### **2.2.3.1 De ineffectiviteit van geïsoleerd nationaal beleid**

Alle daarvoor in aanmerking komende modellen geven aan dat de zogenaamde eerstejaars BBP-multiplier voor Nederland relatief klein is en in elk geval niet groter dan 1. Deze multiplier geeft de procentuele toename aan van het Bruto Binnenlands Produkt (BBP) ten gevolge van een verhoging van de autonome binnenlandse bestedingen met 1 procentpunt van het BBP. De OESO schatte deze multiplier voor Nederland op ongeveer 0,7, waar deze voor bijna alle andere landen boven de 1 ligt. De lage waarde voor Nederland geeft aan dat voor ons land geldt dat een expansief budgettaire beleid in sterke mate weglekt naar het buitenland.

Gesteld dat de Nederlandse budgettaire autoriteiten de directe belastingen zouden willen verlagen, hetgeen zowel in een vraag- als in een aanbod-economische beleidsvisie kan passen: hoever kan Nederland dan op eigen kracht komen? Een indicatie daarvan kan worden verkregen door vergelijking van de resultaten na 1 en 4 jaar van een éénmalige volgehouden belastingverhoging (de tekens moeten dus worden omgedraaid) met 1 procent van het Netto Nationaal Inkomen (NNI), berekend met vijf Nederlandse economische beleidsmodellen en één meerlandenmodel – het Atlasmodel van de Franse Direction de la Prévision –. Met dit Atlasmodel zijn twee varianten berekend: één waarbij, net als in de vijf Nederlandse modellen, Nederland alleen deze actie onderneemt, en één waarbij België, West-Duitsland, Frankrijk, Italië, en het Verenigd Koninkrijk tegelijkertijd dezelfde budgettaire actie uitvoeren.



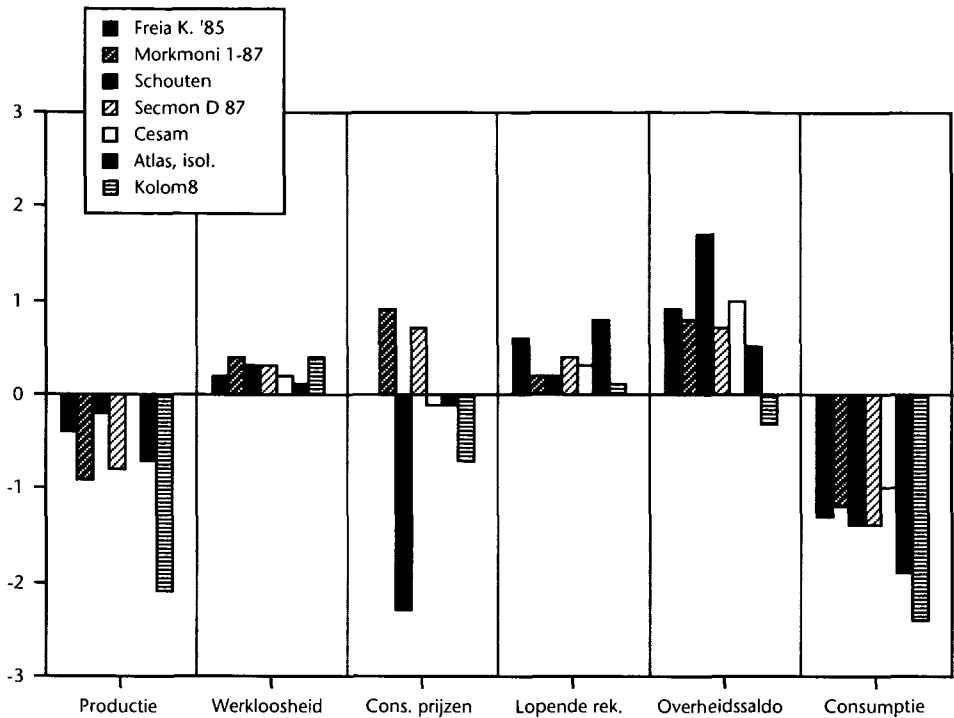
**Figuur 2.1** Verhoging van de directe belastingen in Nederland met 1% van het Netto Nationaal Inkomens; resultaten na 1 jaar



De resultaten, weergegeven in figuren 2.1 en 2.2, zijn op te vatten als gecumuleerde afwijkingen in procenten c.q. procentpunten ten opzichte van de centrale projectie. Hieruit blijkt dat de resultaten voor de verschillende modellen voor wat betreft de richting en grosso modo ook voor wat betreft de omvang van de effecten met elkaar sporen. In geval van een geïsoleerde actie van Nederland sluiten de resultaten van de berekening met het Atlas-model aan bij die van de overige modellen. Hoewel de resultaten van de beleidsactie in termen van mutatie van het productievolume en het werkloosheidspercentage beperkt zijn te noemen, is de reactie van de lopende rekening van de betalingsbalans, en zeker die van het overheidssaldo, in geval van een belastingverlaging of -verhoging vrij sterk. Wanneer bij belastingverlaging niet tegelijkertijd de overheidsbestedingen worden verlaagd tonen de modellen dus een onaantrekkelijk resultaat. Dit sluit aan bij wat door Knoester op diverse plaatsen naar voren is gebracht over het *omgekeerde Haavelmo-effect* en de validiteit van de *Laffercurve* [Knoester (1983, 1988a, 1988b), Knoester en Kolodziejak (1988)].

Een vergelijking van simulaties van een verhoging van directe belastingen bij – dit in afwijking van de vorige simulaties – gelijktijdige verhoging van de overheidsbestedingen met 1% van het NNI legt overigens *wel* wezenlijke verschillen tussen de modellen bloot: na 4 jaar is de balanced budgetmultiplier voor Freia-Kompas (CPB) + 0,5, voor het Morkmonmodel (DNB) – 0,4, en voor het Secmon-model (Universiteit van Amsterdam) 0. Respectievelijk zou dan actueel zijn het Keynesiaanse Haavelmo-effect, het aanbodeconomische inverted-Haavelmo-effect, en klassieke neutraliteit [Haavelmo (1945), Ketellapper en Osinga (1981)].

**Figuur 2.2** Verhoging van de directe belastingen in Nederland met 1% van het Netto Nationaal Inkomens; resultaten na 4 jaar (voor Atlasvarianten na 3 jaar)



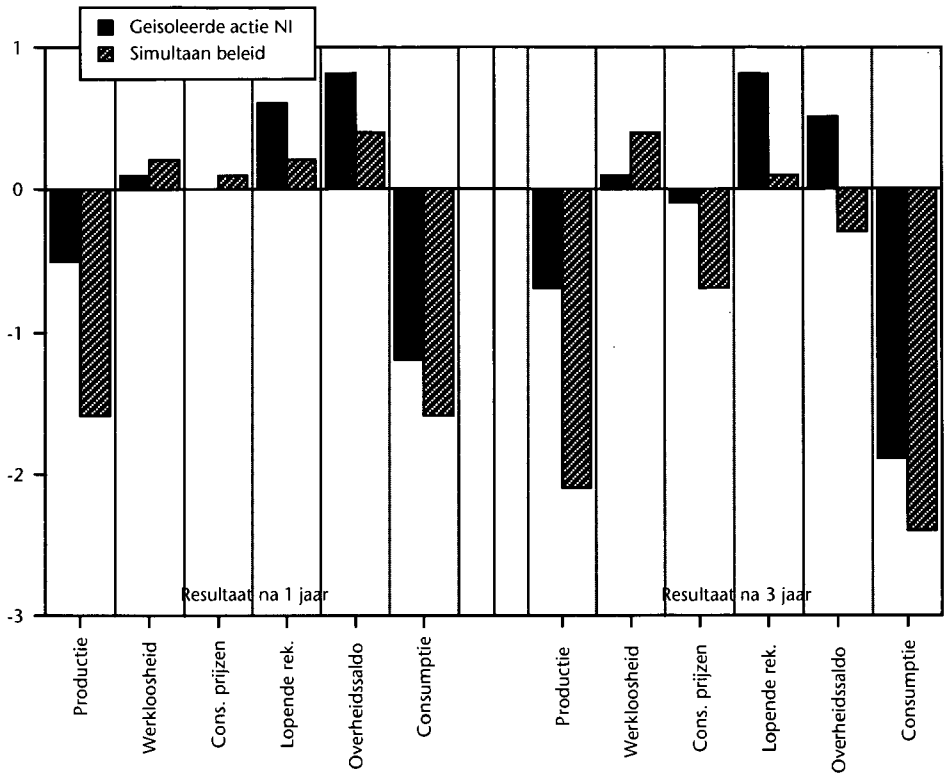
### 2.2.3.2 De effectiviteit van simultaan Europees beleid

De vraag is of dan niet buiten de waard is gerekend. Wanneer we kijken wat er gebeurt als de andere landen (België, West-Duitsland, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk) ook meedoen met de belastingmutatie, verandert het beeld ingrijpend. Ingeval de directe belastingen verlaagd worden, en het Europese buitenland in meerdere of mindere mate meedoet – of liever gezegd hetzelfde doet – en onze nationale beleidsmakers zich blijven oriënteren op het model van het Centraal Planbureau (Freia-Kompas '85), worden de nadelige effecten daarvan op onder andere productie en werkgelegenheid systematisch overschat en de voordelen onderschat. In figuur 2.3 is dit fenomeen in beeld gebracht.

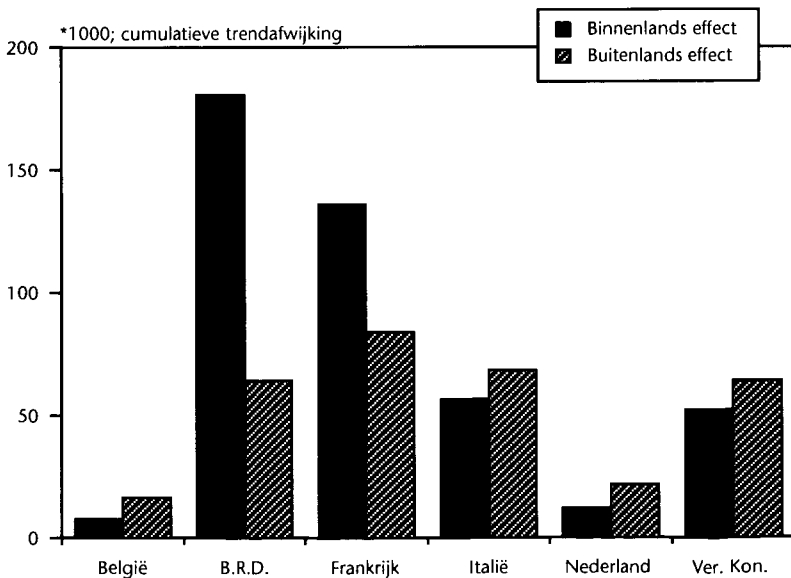
De uitkomsten van andere in aanmerking komende meerlanden-modellen dan Atlas, zoals het Oxford Economic Forecasting Model, het Mimosa-model van het Centre d'Etudes et d'Informations Internationales (CEPII) en het Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), en het Hermes/ Comet-model van de Europese Commissie wijzen in dezelfde richting. Het moet zeker als een verdienste van het in de inleiding genoemde rapport van Albert en Ball beschouwd worden dat het erop wees dat deze *'impotence of states'*, oftewel de onmogelijkheid *'to go it alone'*, voor alle landen van de Gemeenschap geldt: weliswaar in grotere mate voor kleinere landen, maar ook voor de grote landen.

Figuur 2.4 toont dat het buitenlandse werkgelegenheidseffect, dat wil zeggen het totaleffect op België, West-Duitsland, Frankrijk, Italië, en het Verenigd Koninkrijk, van een geïsoleerde budgettaire actie c.q. een belastingverlaging van Nederland, na 3 jaar bijna twee keer zo groot is als het binnenlandse effect. Alleen al het absolute effect op de Duitse werkgelegenheid in personen is even groot als dat op de Nederlandse (+ 12000). Wanneer de genoemde EG-

**Figuur 2.3** Verhoging van de directe belastingen met 1% van het Netto Nationaal Inkomen: effecten voor Nederland van geïsoleerde respectievelijk simultane actie; resultaten na 1 resp. 3 jaar met het Atlas-model

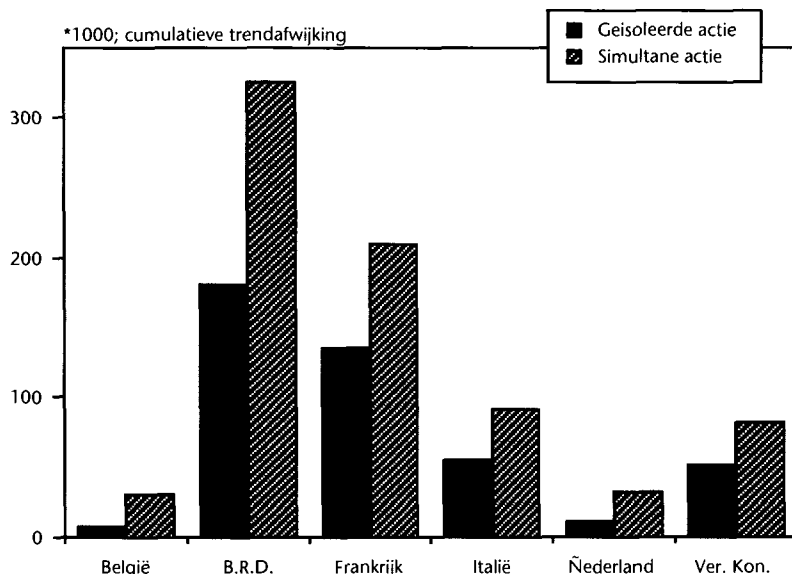


**Figuur 2.4** Verlaging van de belastingen met 1% van het Bruto Binnenlands Product in 6 EG-landen; binnenlands versus buitenlands effect op de werkgelegenheid; resultaten na 3 jaar met Atlas-model



Lidstaten gelijktijdig dezelfde budgettaire maatregel nemen is het hefboom-effect voor Nederland relatief groot. Het werkgelegenheidseffect, berekend met het Atlas-model, van een belastingverlaging wordt 2,5 maal zo groot als bij geïsoleerde actie, dit wil zeggen het effect is nu + 32000 personen (zie figuur 2.5).

**Figuur 2.5** Verlaging van de belastingen met 1% van het Bruto Binnenlands Produkt in 6 EG-landen; werkgelegenheidseffect van geïsoleerde versus simultane actie; resultaten na 3 jaar met het Atlas-model



Ook België heeft een grote hefboom- of simultaniteitsfactor, namelijk 3,8. Voor de andere landen is deze:

West-Duitsland	1,8	(1,2)
Frankrijk	1,5	(1,4)
Italië	1,6	(1,2)
Ver. Koninkrijk	1,6	(1,1)

De simultaniteitsfactoren tussen haakjes zijn berekend met het vergelijkbare Oxford Economic Forecasting Model. Deze liggen gemiddeld ongeveer een kwart lager dan de Atlas-cijfers, hetgeen hoofdzakelijk is terug te voeren op het feit dat in het O.E.F.-model, in tegenstelling tot het Atlas-model, is uitgegaan van flexibele wisselkoersen en beperkte kapitaalmobiliteit, hetgeen onder andere in zwakkere buitenlandse effecten resulteert.

## 2.2.4 De invloed van het buitenlandse macro-economische beleid

### 2.2.4.1 De betekenis van stabiele wisselkoersen en toenemende kapitaalmobiliteit

Het Nederlandse budgettaire beleid lekt dus niet alleen in belangrijke mate weg naar het buitenland, verhoudingsgewijs is de invloed van het buitenlandse macro-economische beleid op de Nederlandse economie ook bijzonder sterk. In geval van *stabielere wisselkoersen* en *toenemende kapitaalmobiliteit* wordt de buitenlandse macro-economische en monetaire invloed op onze traditioneel open volkshuishouding alleen nog maar groter. Een eventuele versterking van de Europese monetaire samenwerking in combinatie met de Euro-

pese kapitaalliberalisatie die vanaf 1990 zijn beslag krijgt zal dit beeld weliswaar versterken maar niet wezenlijk veranderen.

Nederland heeft naar verhouding een open economie die een relatief groot deel van het nationaal produkt importeert en exporteert. Voor bijna alle economieën in de wereld geldt dat zij steeds opener worden; anderzijds ontstaan regionale blokken die vrij gesloten zijn. Hier moet worden aangetekend dat een ontwikkeling, waarbij de regionale blokken hun streven richten op *stabielere wisselkoersen en kapitaalliberalisatie* terwijl de *interregionale wisselkoersen blijven zweven* – hetgeen een plausibele veronderstelling lijkt – niet zonder risico's is. Grote onevenwichten kunnen ontstaan, zoals de achter ons liggende jaren hebben getoond, wanneer de *monetaire* transmissie tussen regionale blokken groot is en de *budgettaire* afstemming gering<sup>6</sup>.

De laatste jaren is, mede onder invloed van de ontwikkelingen in het zuiden van Latijns-Amerika, het inzicht gegroeid dat de vruchten van financiële liberalisatie in termen van positieve welvaartseffecten alleen geplukt kunnen worden na het bereiken van een voldoende mate van handelsliberalisatie [Edwards (1984), Edwards and van Wijnbergen (1986), Rodrik (1984), de Macedo (1985)]. Frankel en MacArthur (1987) hebben 24 landen naar *financiële openheid* in vijf categorieën geïnclassificeerd en voor de periode 1982-1986 onderzocht in hoeverre de kapitaalmobiliteit kan worden gemeten. Ze analyseerden deze aan de hand van het reële verschil tussen de nationale interbank-rente en de driemaands Eurodollarrente, en aan de hand van de reële wisselkoersverhouding van de nationale valuta ten opzichte van de dollar. *Nederland* wordt, samen met West-Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Zwitserland, ingedeeld in de hoogste categorie van financiële openheid. Alle andere landen van de Europese Gemeenschap (op Griekenland na dat met Bahrein, Mexico, en Zuid-Afrika in de minst open categorie is ingedeeld) behoren tot de middelste categorie van semi-open landen. Tot deze categorie worden ook Oostenrijk, Noorwegen, en Zweden gerekend. In het onderzoek zijn verder meegenomen HongKong, Maleisië, Singapore, Japan, Australië, en Nieuw-Zeeland. Macedo (1988) toont op basis hiervan dat de open landen in het algemeen kleine en stabiele *nominale* rentever verschillen en een wisselkoerspremie ten opzichte van de dollar hebben, maar niet noodzakelijk kleine en stabiele *reële* wisselkoersbewegingen versus de dollar. Dat van een tendens van koopkrachtpariteit geen sprake is hangt samen met het gebrek aan handelsintegratie.

De Nederlandse economie is dus relatief open wat betreft het verkeer van goederen, diensten en kapitaal. De nominale wisselkoers ten opzichte van belangrijkste handelspartner West-Duitsland, tegelijk ook de sleutel- of leidersvaluta in het EMS, is stabiel en zelfs de facto vast<sup>7</sup>. Onze monetaire politiek, gericht op interne en externe stabiliteit, wordt dus in feite bepaald door het sleutelvaluta-land [Vaubel (1981)]. Onze export, en daarmee onze nationale productie, wordt voor een belangrijk deel bepaald door de wereldinvoervraag d.w.z. door het buitenland. Alleen door een autonome, flexibele reële loonpolitiek zonder nominale benedenwaartse loonstarheid, bij afwezigheid van substantiële belastingafwenteling, en een complementaire monetaire politiek<sup>8</sup> kan de kleine Nederlandse volkshuishouding tot op zekere hoogte aan de effecten van een structurele daling van de wereldhandel ontkomen.

Gezien de tijdelijkheid van bewegingen in de wereldhandel enerzijds en de belangrijke mate van rigiditeit op de Nederlandse arbeidsmarkt anderzijds, is een dergelijke endogene perfect accommoderende loon-prijspolitiek in de navolgende simulaties niet verondersteld. Wél is belangrijk aan te stippen dat een flexibilisering van de Nederlandse en Europese arbeidsmarkt, uiteraard *binnen* de voorwaarden gesteld door het expliciete of impliciete *Europese sociale acquis*, een wezenlijke bijdrage kan leveren aan de Europese macro-economische en monetaire integratie. Hoe geringer de flexibiliteit van de arbeidsmarkt, dit wil zeggen hoe groter de betekenis van concentraties daarop [Schouten (1981)], en hoe groter het tekort aan marktintegratie: *zoveel te hoger zijn de eisen die aan de beleidsintegratie worden gesteld*, met alle risico's van dien voor

integratie- en vooral coördinatietekorten en tekorten aan nationaal en communautair macro-economisch handelingsvermogen.

#### 2.2.4.2 De bijzondere betekenis van het buitenlands beleid voor Nederland

Het buitenlandse macro-economische en monetaire beleid heeft, in vergelijking met andere Lidstaten van de Europese Gemeenschap, een verhoudingsgewijs sterke invloed op de Nederlandse exportontwikkeling en daarmee op onze economische groei. De al eerder ten tonele gevoerde verlaging van directe belastingen met 1 procent van het Bruto Binnenlands Produkt in België, West-Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, en het Verenigd Koninkrijk leidt volgens het Atlas-model tot een extra groei van het Nederlandse exportvolume van 2 respectievelijk 2,3 procentpunten na 1 en 3 jaar en een extra groei van het BBP-volume van respectievelijk 1,6 en 2,1 procentpunten. Volgens berekeningen met het Quest-model van de Europese Commissie reageert de Nederlandse export het sterkst van alle EG-Lidstaten op een importstijging van 10 procent in de Gemeenschap. De Nederlandse exportstijging bedraagt 7,6 procent waarvan vier-tiende deel alleen al voor rekening komt van de Duitse importvraag. Als zevende exporteur in de wereld (aandeel ca. 3,5 procent) is Nederland de grootste exporteur naar West-Duitsland (aandeel ca. 14 procent), dat ongeveer 7,5 procent van de wereldexporten importeert. Uit de relatieve omvang van de handel met de verschillende landen kan men overigens nog geen conclusie trekken over de relatieve betekenis c.q. de gewichten van de respectieve valuta's. Knoester (1986) geeft een overzicht van concurrenten- en leveranciersgewichten van buitenlandse valuta's en wijst erop dat de dollar met 34% een relatief groot leveranciersgewicht heeft. Het aandeel van de import uit de Verenigde Staten in de totale Nederlandse import bedraagt immers slechts circa 10 procent. Het concurrentengewicht van de EMS-valuta's, zoals De Nederlandsche Bank dat berekent, stemt echter nagenoeg overeen met het exportaandeel. Een éénmalige en volgehouden verhoging van de overheidsinvesteringen in de vier grote Lidstaten met 1 procentpunt van het BBP, gesimuleerd met het Interlink-model van de OESO, toont hetzelfde beeld van de Nederlandse afhankelijkheid (tabel 2.1). Wanneer de overheidsinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk en West-Duitsland bovendien zouden worden opgetrokken van 3,5 procent tot het Franse en Italiaanse niveau van 4,5 procent van het BBP, dan zou het Nederlandse financieringstekort met bijna een heel procent dalen en het overschot op de lopende rekening bijna verdubbelen [Europese Commissie 1988-1989].

Tabel 2.1 Verhoging van de overheidsinvesteringen met 1% van het BBP in West-Duitsland, Frankrijk, Italië en Verenigd Koninkrijk; effect op financieringsbehoefte van publieke sector (1) en op lopende rekening (2); veranderingen in %-punten van BBP

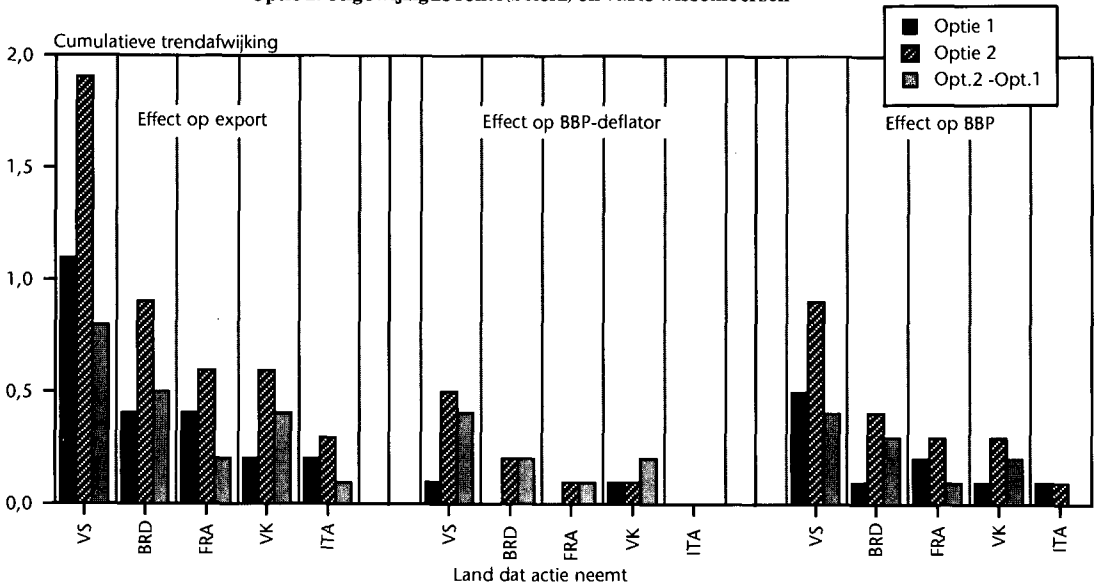
	(1)	(2)		(1)	(2)
België	0,6	0,8	Denemarken	0,2	0,3
West-Duitsland	-0,5	-0,1	Frankrijk	-0,6	-0,2
Griekenland	0,2	0,2	Ierland	0,3	0,6
Italië	-0,6	-0,1	Nederland	0,5	0,6
Portugal	0,2	0,4	Spanje	0,2	0,2
Ver. Koninkrijk	-0,6	-0,2	EUR-12	-0,4	-0,1

#### 2.2.5 De invloed van het internationale monetaire kader

Er is al op gewezen dat meerlanden-modellen aangeven dat de uitwerking van het buitenlandse *budgettaire beleid* op de Nederlandse economische ontwikkeling krachtig is. Het *monetaire beleid* is hierbij in zoverre belangrijk dat het

internationale monetaire kader, de monetaire structuur deze uitwerking kan versterken. Figuur 2.6 toont dat bij een *regime van accommoderende geldpolitiek en vaste wisselkoersen* het effect van budgettaire politiek op de Nederlandse economie grosso modo dubbel zo groot is als bij *flexibele wisselkoersen* en *niet-accomoderende geldpolitiek*, waarbij is uitgegaan van *onvolledige kapitaal-mobiliteit*.

**Figuur 2.6** Verhoging van overheidsbestedingen in VS en 4 grote EG-landen met 1% van het Bruto Binnenlands Produkt; effecten op export, BBP-deflator, en BBP van Nederland; afwijkingen van de centrale projectie met INTERLINK-model  
 Optie 1: Ongewijzigd geldaanbod en flexibele wisselkoersen  
 Optie 2: Ongewijzigde rente (beleid) en vaste wisselkoersen



Dit beeld bevestigt de fundamentele boodschap van het Fleming-Mundell kader van de grotere effectiviteit van budgettaire politiek in een *open* economie bij vaste wisselkoersen, dat hierna aan de orde komt. De Amerikaanse economie oefent van alle buitenlandse huishoudingen de krachtigste invloed uit. Weliswaar is het zo dat handel met de Verenigde Staten relatief gering is, maar de Amerikaanse invloed loopt dan ook via onze Europese handelspartners. Dat geldt zeker ook voor de Amerikaanse monetaire politiek, die, doordat de gulden in de afgelopen jaren feitelijk aan de Duitse mark gekoppeld was, zich bij grote *kapitaal-mobiliteit*, een *flexibele* koers tussen dollar en DM, en een *stabiele* DM/gulden-koers sterk naar Nederland voortplant.

### 2.2.6 Een theoretische analyse van macro-economisch en monetair beleid in de internationale context

Aldus, zo zal duidelijk zijn, is van de macro-economische en monetaire autonomie van de kleine open volkshuishouding Nederland niet veel meer over, al krijgt men deze indruk niet wanneer men zich laat leiden door de discussies in de nationale politiek en menig optreden van de wetgever. De economische theorie biedt door onder andere het *kader van het vraag- en aanbodregime* en het *Fleming-Mundell kader*, alsmede de verdere ontwikkelingen vanuit die oorspronkelijke basis, *wél* aanknopingspunten voor het verlies van nationale macro-economische autonomie, ook voor de grotere Europese economieën. Aan de hand van het voorbeeld van Frankrijk zal getoond worden dat verlies aan economische autonomie tegelijkertijd ook een politieke keuze kan zijn als gevolg van een eerder engagement.

### 2.2.6.1 Het model van Fleming-Mundell

Fleming en Mundell hebben afzonderlijke bijdragen geleverd aan een theoretisch kader voor de effectiviteit van budgettaire en economische politiek in de open volkshuishouding<sup>9</sup>. Dit wordt het *Fleming-Mundell (FM) Model of-kader* genoemd, en de essentie ervan is weergegeven in schema 2.1. Dit model is door diverse auteurs bekritiseerd en aangevuld – tot het *extended FM Model* –, maar niet ten principale verworpen, en is nog altijd van grote invloed op (het denken over) de internationale monetaire economie<sup>10</sup>. Het vertrekpunt is een kleine open economie met constante schaalopbrengsten, geen vaststaande productiecapaciteit, constante nominale lonen en dus een perfect elastische geaggregeerde aanbodcurve, statische wisselkoersverwachtingen en *perfecte* kapitaalmobilititeit. Onder deze vooronderstellingen kan aangetoond worden dat *bij flexibele wisselkoersen* de monetaire politiek zeer effectief is, dat wil zeggen het reële produktieniveau wezenlijk beïnvloedt, terwijl de budgettaire politiek volledig ineffectief is. Deze ineffectiviteit van de budgettaire politiek is wel de bekendste bijdrage van het FM Model aan de internationale economische theorie. Wanneer nu wordt uitgegaan van *imperfecte* kapitaalmobilititeit, en dus het basis-FM Model wordt verlaten, verandert deze belangrijke conclusie, zoals in het schema te zien is. In het kader van dit préadvies is met name van belang het regime van *vaste wisselkoersen*, hetgeen ook deel uitmaakte van de analyses van Fleming en Mundell.

Bij wijze van afronding van de bespreking van het Fleming-Mundell kader moeten voor het doel van dit préadvies twee opmerkingen worden gemaakt.

1. Empirisch werk van de OESO bevestigt wat betreft de bijdrage van de *monetaire* politiek de theoretische conclusies van het FM model over de grotere effectiviteit van monetaire politiek *bij flexibele wisselkoersen*. Wat echter de *budgettaire* politiek betreft duiden de OESO-analyses, in afwijking van het FM kader, erop dat de reële effecten van budgettair beleid in geringe mate *groter* zouden zijn bij *flexibele* dan bij *vaste wisselkoersen*. De OESO suggereert dat deze paradox verklaard kan worden door een aantal beperkende vooronderstellingen van het Fleming-Mundell model bij vaste prijzen, zoals het ontbreken van een beperking op de voorraad staatsschuld. Bovendien laat het FM-theorema niet toe dat de wisselkoers direct reageert op bewegingen van de lopende rekening, en laat het de rol van verwachtingen bij de bepaling van de wisselkoers buiten beschouwing.
2. Omdat in het geval van Nederland kan worden uitgegaan van de theorie van de *kleine open volkshuishouding bij kapitaalmobilititeit en vaste wisselkoersen*, lijkt het Fleming-Mundell kader, ondanks zijn besproken beperkingen, op de positie van ons land in essentie toepasbaar is. Naar Steinherr en de Schrevel (1987) is voor de kleine open volkshuishouding de budgettaire politiek het minst efficiënt bij kapitaalimmobiliteit: dan wordt een groot *importlek* gecombineerd met *crowding-out* door een rente-stijging. In geval van kapitaalliberalisatie, dat wil zeggen volledige kapitaalmobilititeit, zou echter de bestedingsmultiplier kleiner kunnen zijn dan de grote waarde die volgens het Fleming-Mundell kader moet worden verwacht. Onder invloed van de vrije beweging van kapitaal zou dan *Ricardo-neutraliteit* optreden, i.e. het maakt niet uit of de overheid hogere bestedingen financiert met hogere belastingen of met staatsobligaties. De FM-analyse maakt duidelijk dat er voor *monetaire* politiek in een klein land als Nederland, bij de in operationele zin als vast te beschouwen wisselkoersen in het EMS en bij kapitaalmobilititeit, weinig ruimte bestaat. Zoals eerder is gesteld wordt de ineffectiviteit van de monetaire politiek of het verlies van de monetaire autonomie voor Nederland door vrij kapitaalverkeer versterkt maar niet veroorzaakt. Door de kapitaalmobilititeit wint echter de *budgettaire* politiek, die in de open economie door het importlek weliswaar niet zoveel vermag, aan kracht doordat de toevloed van buitenlands kapitaal de rente kan stabiliseren en *crowding-out* kan tegengaan.



Schema 2.1 Schematische weergave van het Fleming-Mundell kader

	Budgettaire beleid	Monetair beleid
<b>Vaste wisselkoersen/ kapitaal mobiel</b>	Effectief (monetair effect ondersteunt budgettaire effect)	Relatief ineffectief (geheel ineffectief in het geval van perfecte kapitaalmobilititeit)
<b>Vaste wisselkoersen / kapitaal immobiel</b>	Effectief (maar minder dan in het geval van kapitaalmobilititeit, omdat er geen ondersteunende monetaire stroom is)	Effectief (er is geen compenserende monetaire stroom)
<b>Flexibele wisselkoersen/ kapitaal mobiel</b>	Relatief ineffectief (geheel ineffectief in het geval van kapitaal mobiliteit)	Zeer effectief (wisselkoersverandering ondersteunt monetaire stromen)
<b>Flexibele wisselkoersen/ kapitaal immobiel</b>	Zeer effectief (wisselkoersverandering ondersteunt de budgettaire impuls)	Effectief (wisselkoersverandering ondersteunt monetaire stromen, maar wisselkoersverandering wordt gedempt door gebrek aan kapitaalmobilititeit)

(Bron: G. Bird, *International Macro-economics: Theory, Policy and Applications*, Houndmills/London, 1987)

### 2.2.6.2 Een synthese van het vraag- en aanbodmodel

Een belangrijk theoretisch onderscheid dat voor de bepaling van de effectiviteit van de macro-economische politiek gemaakt kan worden is dat tussen het *vraag-model* en het *aanbod-model*.

In het *vraagmodel* is er sprake van onderbezetting van de productiecapaciteit, zijn de prijzen rigide zodat noch de goederenmarkt noch de arbeidsmarkt geruimd worden door prijsaanpassingen. Dit vraagmodel dient gehanteerd te worden om de *gesloten volkshuishouding* te analyseren zolang daarin rendabele overcapaciteit bestaat. Kapitaal is dan per definitie immobiel. De expansieve budgettaire en monetaire politiek is in die situatie effectief.

Het *aanbodmodel* daarentegen kent geen rendabele overcapaciteit, de prijzen zijn op tenminste een van de twee genoemde markten flexibel, zodat tenminste op langere termijn de markten geruimd worden. Dit is het aangewezen model voor de *kleine open economie*. Door de in beginsel oneindig grote prijselasticiteit van de export kan daarin geen overcapaciteit blijven bestaan: kapitaal is *mobiel*. Een *contractieve* budgettaire politiek die in de gesloten volkshuishouding onder de veronderstelling van het aanbod-model effectief zou zijn, is in de open volkshuishouding *bij flexibele wisselkoersen ineffectief*. De kleine monetaire politiek wordt nu ingezet om de appreciatie van de wisselkoers tegen te gaan c.q. te zorgen voor *stabiele wisselkoersen*. Onder deze laatste vooronderstelling wordt de restrictieve budgettaire politiek en de rechtstreekse negatieve loonimpuls weer effectief, overeenkomstig het Fleming-Mundell kader.

De kritiek op deze synthese van het vraag- en het aanbodmodel à la Schouten, dat ten dele ook voortbouwt op het werk van Samuelson en Malinvaud, moet hier opnieuw zijn dat het – Europese – buitenland roet in het eten kan gooien door een *monetaire ontwikkeling* die een stabilisatie van de wisselkoers onmogelijk maakt, en door een *budgettaire ontwikkeling* die ervoor zorgt dat voor de Nederlandse export de exportprijs op de relevante termijn minder belangrijk is de inkomensontwikkeling in het buitenland. Koyckse vertragingen zorgen ervoor dat de voor de middellange termijn in empirisch werk gemeten prijselasticiteiten van de Nederlandse export voor zeg de eerste drie jaar grotweg gehal-

veerd dienen te worden. Tabel 2.2 geeft een overzicht van de schattingen van de Nederlandse export-prijselasticiteit door diverse auteurs.

Tabel 2.2 Schattingen van export-prijselasticiteit voor Nederland

Adams e.a. (1969)	-0,6
Basevi (1973)	-2,4
Samuelson (1973)	-1,1
Hickman – Lau (1973)	-1,0
Beenstock – Minford (1976)	-2,1
Stern e.a. (1976)	-1,0
Goldstein – Kahn (1978)	-1,0
Gylfason (1978)	-0,9
Knoester (1980)	-1,3
CPB (1983)	-2,0
OECD (1985) <sup>1</sup>	-1,7
Gemiddeld 1975-1985	-1,4
Variatiecoëfficiënt	0,35

<sup>1</sup> Alleen industriële producten

Schema 2.2 Toepassing van het kader van het vraag- en aanbodmodel op de verhouding Nederland – Europese Gemeenschap

	A: Nederland	B: Europese Gemeenschap
<b>Te hanteren model</b>	Aanbodmodel.	Vraagmodel of aanbodmodel.
<b>idem, in geval van hoge bezettingsgraad</b>	Aanbodmodel.	Aanbodmodel.
<b>idem, in geval van lage bezettingsgraad</b>	Aanbodmodel. (onderbezetting is alleen technisch).	Vraagmodel.
<b>Kapitaal</b>	Mobiel.	Mobiel of immobiel.
<b>Effectiviteit van budgettair beleid</b>	Alleen bij vaste wisselkoersen (door flankerend monetair beleid). Feitelijk alleen Euro-geconcentreerd mogelijk, zie B.	Zowel restrictief macro-economisch beleid in het aanbod-model als expansief beleid in het vraag-model effectief.
<b>Te voeren beleid</b>	<i>Micro-economisch</i> beleid ter versterking van het aanbod, <i>subsidiar</i> beleid door Europese Gemeenschap. <i>Macro-economisch</i> beleid bepaald door communautaire regels.	<i>Micro-economisch</i> kaderbeleid. <i>Macro-economisch</i> : door de communautaire executieve of door de Lidstaten volgens communautaire regelgeving.
<b>Aangrijpingspunt</b>	Structuur.	<i>Conjunctuur</i> (in geval van economisch-politiek optreden van de Lidstaten als een blok).

## 2.2.7 Verlies aan handelingsvermogen door zelfbinding in de Gemeenschap

### 2.2.7.1 Europese beleidscoördinatie: le défi Americain

Het kader van de Europese Gemeenschap, of bijvoorbeeld meer in het bijzonder het Europese Monetaire Stelsel, zien wij niet als een *integratie ad hoc* om nationaal handelingsvermogen terug te winnen. De belasting van dat handelingsvermogen hangt juist af van de negatieve Europese integratie, de bereikte marktintegratie, en het tekort aan communautair handelingsvermogen. Het kenmerk van de Europese beleidscoördinatie is nu juist het *precommitment ex ante*. Het is niet alleen het verlies van nationale macro-economische autonomie dat ons *gaandeweg tot de Europese orde roept*. Het gaat er veel meer om het welbewuste engagement, dat een voorname oorzaak is van het verlies aan nationale autonomie, te bewaren en het *acquis* niet in gevaar te brengen. Een Lidstaat die anno 1989 uit de Gemeenschap zou treden, en dit geldt ook voor de grote Lidstaten, kan er slechts van verdacht worden van de wereldkaart te willen verdwijnen. De Amerikaanse kijk tot nog toe op deze zaken en speciaal op de zaak van de monetaire coördinatie is, afgaand op talrijke wetenschappelijke analyses en politieke commentaren, fundamenteel anders. Teveel wordt met name het EMS afgedaan in *speltheoretische termen* en *partiële analyses*: 'Who should join and who should leave' [Melitz (1986)]. Alsof er geen Verdrag van Rome bestaat en de Europese Gemeenschap een soort zomerliefde is, in plaats van een 'steeds hechter verbond', zoals de préambule van het Verdrag van Rome treffend de kern van de Europese eenwording uitdrukt.

### 2.2.7.2 Technisch en politiek autonomieverlies: Frankrijk 1981-1983

Het voorbeeld van het Franse macro-economische beleid tussen 1981 en 1983 maakt dit duidelijk. In Frankrijk werd bij het aantreden van de regering Mitterrand in 1981 een ambitieus plan ter stimulering van de economie gelanceerd, dat doorkruist werd door het monetair beleid in het kader van het EMS, met name door het macro-economische beleid in West-Duitsland, én door het weglaten van het beleid – lees de extra effecten op vraag en werkgelegenheid – naar het buitenland [Sachs and Wyplosz (1986)]. Doorgaans wordt ter verklaring van de Franse *retour* gewezen op de 'external constraints' die interdependente volkshuishoudingen ondervinden. Het zou dus gaan om een onvrijwillig technisch-economisch verlies aan handelingsvermogen. Dit kan echter maar een gedeeltelijke verklaring van de Franse ommekeer zijn.

Albert en Ball stellen in hun eerdergenoemd rapport dat – net als voor Nederland toendertijd – ook voor Frankrijk geldt dat deze:

*'... policies for stimulating the economy by reflating demand, when pursued in isolation, have therefore been self-defeating. They have had the opposite effect to that intended: instead of providing a boost to growth, the ultimate outcome was a net decline in growth.'*

Volgens de auteurs onderstrepen de twee vergelijkbare Franse stimuleringsexperimenten in 1974 en 1982 de strengheid van de steeds dwingender wet dat in Europa zelfs 'grote landen' zichzelf moeten onderwerpen aan externe beperkingen zo gauw als ze hun groeitempo hebben vergroot.

*'This was true in the case of France which, after taking steps to expand consumption in 1981-1982 which enabled the growth rate to be increased by 0.2% in 1981 to 1.8 in 1982 was obliged to adopt restrictive counter-measures equivalent to a reduction in growth of at least 3 to 4 % of GDP.'*<sup>11</sup>

Frankrijk heeft er, aldus Albert en Ball, net als het Verenigd Koninkrijk in 1973 op vertrouwd dat de introductie van flexibele wisselkoersen na de ineensstorting van het Stelsel van Bretton Woods in dat jaar een bevrijding zou bieden van de externe beperkingen, dat wil zeggen een vrijwaring tegen een substantiële waardedaling van de valuta. Die vlieger ging niet op, net als bij het Verenigd Koninkrijk dat al snel een betalingsbalanstekort kreeg te incasseren dat 4%-punten hoger lag dan het OESO-gemiddelde, en een groeiversnelling in

1973 van 1,5 punt uiteindelijk moest bekopen met een groeicijfer in 1978 dat maar liefst 6 punten beneden OESO-gemiddelde lag.

Bij een nadere beschouwing van wat er in Frankrijk in de periode 1981-1983 gebeurde (zie schema 2.3) wordt duidelijk dat het afstappen van de geïsoleerde macro-economische actie, naast de gecreëerde interne evenwichtigheden, inderdaad door *verlies aan nationaal handelingsvermogen* werd ingegeven. Analoog aan wat eerder uiteen werd gezet, en in dit hoofdstuk over Nederland naar voren is gebracht, moet dit verlies worden onderscheiden in:

1. *Technisch-economisch autonomieverlies* door de toegenomen openheid en internationale interdependentie van de volkshuishoudingen, waarbij de beperking door de concurrentiepositie, de betalingsbalans en/of de wisselkoers een belangrijke rol spelen. Hierop hebben Albert en Ball terecht gewezen.
2. *Politiek-economisch autonomieverlies* doordat de nationale economie bij een geïsoleerde actie beperkingen ondervindt van economisch-politieke *precommitments*, zoals van een wisselkoersarrangement (het EMS) dat is gericht op wisselkoers- en prijsstabiliteit. Uit de Franse politieke houding bleek dat, eenmaal toegetreten tot dat wisselkoersarrangement, dit engagement onlosmakelijk verbonden werd geacht met het Lidmaatschap van de Europese Gemeenschap.

In hoofdstuk 2.1 is gesteld dat de economische integratie binnen West-Europa getypeerd kan worden als een *'hinkende integratie'*. Verder kwam aan de orde dat de coördinatie van het macro-economisch en monetair beleid uit de pas loopt met het resultaat van de integratie tot nu toe, en wel door *integratietekorten, coördinatietekorten, en tekorten aan handelingsvermogen*. In dit hoofdstuk hebben we gezien dat ons nationale macro-economisch beleid *niet* (meer) *kan*, wat het communautaire beleidsniveau (nog) *niet mag*. Het tekort aan beleidsintegratie bedreigt de marktintegratie. De voltooiing van de interne markt is niet alleen een kwestie van *marktintegratie* maar ook van de flankerende macro-economische en monetaire *beleidsintegratie*. Als dit beleid niet voldoende gecoördineerd wordt, dan wordt de interne markt bedreigd en kan zij voor Nederland eerder tot een last dan tot een lust worden. De opvatting van het *fiscale en monetaire integratietekort* leeft sterk bij de Nederlandse en Europese zakenmensen en burgers. Het lijkt erop dat onze Nederlandse politici nog het meest zijn verknocht aan de vleespotten van de nationale economische groei, die zij onder de argusogen van de pers en het electoraat mogen uitdelen. Uit zo'n krampachtig vasthouden aan een stuk – *schijnbare* – *macro-economische autonomie* blijkt bovendien weinig van de overtuiging dat 1992 als een *uitdaging* moet worden gezien, hetgeen wél voortdurend aan het bedrijfsleven wordt voorgehouden.

## 2.3 Coördinatie van de macro-economische en monetaire politiek als Europese uitdaging

### 2.3.1 Beleidscoördinatie: panacée of Pandora's doos?

Hoe moet het nu verder met de macro-economische coördinatie en monetaire samenhang in het perspectief van Nederland en de Europese Gemeenschap? Nederland heeft in technisch opzicht veel van de macro-economische en monetaire beleidsautonomie verloren waarvan in onze regelgeving en bestuur nog wordt uitgegaan. Bevordering van voldoende werkgelegenheid, de bestaanszekerheid der bevolking, de spreiding van welvaart, het geldstelsel: al deze zaken worden immers in de Grondwet genoemd als voorwerpen van zorg der overheid<sup>12</sup>. Zoals uiteengezet berust het autonomieverlies op twee factoren:

1. De toegenomen internationale interdependentie.
  2. De ingroei van Nederland in de Europese Gemeenschap.
- Voor zover deze beide factoren beantwoord worden met internationale coördi-

### Schema 2.3 De Franse beleidswijziging en de ommekeer 1981–1983

#### Het Mitterrand-programma

Uitvoering van Socialistisch Programma, doen herleven van economische groei, en verminderen van de werkloosheid door een programma gericht op consumptie-geleide groei:

1. Nationalisatie van de grote particuliere banken, 5 grote industriële groepen en diverse ondernemingen;
2. Verhoging van de subsidies aan ondernemingen (minus kolen en staal);
3. Verhoging van overdrachten aan gezinnen en van belastingen;
4. Overheidssaldo van +0,3% van BBP in 1980 naar -1,6% ('81) en -2,9% ('82);
5. Verhoging van de sociale premies om hogere uitgaven voor sociale zekerheid te bekostigen;
6. Verhoging van belasting op hogere inkomens tot 75% marginaal, herinvoering van 2,5% vermogensbelasting;
7. Verhoging van minimumloon over 81-83 met 39% nominaal en 11,4% reëel;
8. Invoering van vijfde week betaalde vakantie;
9. Reductie van gemiddelde duur van werkweek van 40 naar 39 uur voorlopig met behoud van loon (naar 35 ging niet meer door);
10. Faciliteiten voor aantrekkelijke vroegtijdige pensionering;

Mitterrand die zich verplicht tot een 'radicale breuk met het kapitalisme' wordt gezien als een leider voor één segment van de maatschappij.

#### Wat was de economische ontwikkeling?

Winsterosie door hogere lonen en werkgeverspremies. Vertrouwensverlies door implementatie van het Socialistisch Programma.

Devaluatie van 8,5% tegen de DM in EMS-verband in oktober 1981. In 1982 begin onverwachte wereldrecessie. Franse exportvolume daalt in 1982 met 3%, in dollarwaarde met 9%. Stijging van importvolume 1981-1982 met 3,5%, in dollarwaarde minus 3,5%. Verslechtering van saldo lopende rekening van ca. 0 (81, 82) naar minus 1% van BBP in 1983. Inflatie, gemeten met BBP-deflator, blijft in 80-82 op 12%.

Negatieve lopende rekening en relatief hoge prijsontwikkeling leidt tot 10%-devaluatie tegen DM in juni 82; vanaf dan wordt het beleid minder op stimulering gericht, lonen en prijzen worden enkele maanden bevroren.

De Franse regering gaat vanaf eind 82 bij commerciële banken in het buitenland lenen, hetgeen een onplezierige ervaring wordt. Werkloosheid stijgt in 82 en 83 verder. In 82 blijft industriële werkgelegenheid constant. De omvangrijke toename van overheidsbestedingen, voornamelijk gefinancierd met schatkistpapier, rekt M2 en begrenst kredieten aan particuliere ondernemingen. Speculatiegolf tegen F.franc in 1983. I. Discussie over importbeperking uit EG-landen. Mitterrand besluit EMS en de facto de EG niet te verlaten. Devaluatie van 8% tegen de DM in maart 1983. Monetaire verkrapping van 12% M2-groei in 82 naar 9% in 83. Eind 83 zet het wereldherstel in. De lopende rekening verbetert snel.

#### Programma werd niet voortgezet:

Niet vanwege de beschikbaarheid van buitenlandse fondsen, maar het Programma werkt niet zoals verwacht. De industriële productie en particuliere werkgelegenheid zijn niet toegenomen. De inflatie is relatief hoog t.o.v. het buitenland. Niet vanwege de te grote import-intensiteit van de produktietoe-name.

Het vraagmodel (onderbesteding) bleek binnen de nationale context minder actueel dan verondersteld (de aanbodcurve loopt verticaal). Blijkens de ongeveer constante inflatie is de de facto stimulering gering geweest. Verdere devaluatie van de franc zou voortzetting van het programma mogelijk gemaakt hebben, maar dit wilde de regering niet: Frankrijk is een van de oprichters van het EMS; devaluatie anders dan die als bijproduct van de scherpe dollarappreciatie in 80 en 81 kon slechts met instemming van de EMS-partners plaatsvinden, hetgeen intensieve onderhandelingen met zich mee zou brengen. De afhankelijkheid van Duitse instemming zou een aanslag zijn op de Franse eer en onafhankelijkheid.

Er bestaat angst voor een devaluatie-inflatiespiraal. Begin 83 wordt de eventuele Franse uittreding uit het EMS bediscussieerd. De Franse regering voelt het zo aan dat het verlaten van het EMS zal worden opgevat als een de facto verwerping van de Europese Gemeenschap. Dat wil ze niet. Deze factoren, en de overtrokken bekommernis over de buitenlandse schuld, overtuigden de Franse regering dat ze begin 1983 de koers moest wenden.

natie van de macro-economische en monetaire politiek kan, zoals al eerder naar voren werd gebracht, herstel van nationaal handelingsvermogen of schepping van gemeenschappelijk handelingsvermogen optreden.

Het term coördinatie betekent letterlijk: het in samenwerkend verband brengen of het tot onderlinge overeenstemming brengen. In de internationale economie wordt coördinatie in meerdere verschillende betekenissen gehanteerd. Het is daarom geen wonder dat coördinatie voor de een als panacée geldt, als middel tegen alle kwalen, en voor de ander een doos van Pandora is, een bron van leed<sup>13</sup>. Aan de begripsverwarring draagt bij dat de Amerikaanse auteurs (internationale) beleidscoördinatie doorgaans gebruiken om samenwerking of coöperatie aan te duiden, terwijl Europese auteurs de term nu eens in de lichtere betekenis van informatie-uitwisseling en min of meer vrijblijvende besprekingen enz. gebruiken, dan weer in de zwaardere betekenis van op regels gebaseerde samenwerking [bv. Fieleke (1988), Frankel, Goldstein and Masson (1988), Schouten (1986), Scharrer und Wessels (1987)]. Menig politicus en beleidsmaker komt het goed van pas dat de inhoud van de term coördinatie zo vaag is.

### 2.3.2 Coördinatie van macro-economisch en monetair beleid

#### 2.3.2.1 Begripsbepaling

De communautaire context kan houvast bieden voor een preciezere begripsbepaling. Coördinatie van economisch beleid werd naast convergentie van de economische ontwikkelingen in de Lidstaten reeds in het Verdrag van Rome als doelstelling genoemd. Deze beginselen werden uitgewerkt bij latere beschikkingen van de Raad, in het bijzonder de beschikking 74/120/EEG van de Raad van 18 februari 1974, gewijzigd bij beschikking 75/787/EEG van 18 december 1975. Het Verdrag noemt de macro-economische politiek en de wisselkoerspolitiek als *een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang* op welk terrein het beleid gecoördineerd dient te worden. Coördinatie heeft betrekking op de keuze van onderling verenigbare doelwaarden en de daarop afgestemde keuze, omvang en timing van de instrumenten van economisch beleid. Betekent coördinatie in de binnenlandse economie dat verschillende beleidsinstrumenten niet los van elkaar worden gebruikt, bijvoorbeeld dat het budgettaire en het monetaire beleid verenigbaar zijn, in de meerlanden-economie van de Gemeenschap vereist coördinatie dat in het nationaal beleid op de juiste wijze rekening wordt gehouden met het beleid en de doelstellingen van andere landen.

In communautair verband wordt coördinatie vaak genoemd naast convergentie en harmonisatie. In deze context betekent convergentie een vermindering van het verschil tussen nationale doelstellingen, zoals een vermindering van het verschil in inflatiecijfers en eventueel het bereiken van het meest wenselijke bereikbare doelniveau. De term harmonisatie wordt gebruikt voor het stellen van regels met het doel de ruimte voor vrije beleidsvorming te verminderen en te komen tot een grotere uniformiteit in de economische structuur. Terecht heeft Steinherr (1987) opgemerkt dat convergentie, harmonisatie en coördinatie elkaar kunnen aanvullen of voor elkaar in de plaats komen. Daarbij wordt het EMS genoemd als een voorbeeld van complementariteit van harmonisatie en coördinatie: een stelsel van *regels* dat voor een goede werking *beleidscoördinatie* vereist.

In dit préadvies wordt de term coördinatie als *pars pro toto* gebruikt om daarmee – overeenkomstig de beleidspraktijk – alle vormen te omvatten van macro-economische en monetaire afstemming en samenwerking, hetzij door *'rules'*, hetzij door *'discretion'* [Kydland and Prescott (1977)]. Hier wordt dus niet getracht om convergentie en harmonisatie consequent te onderscheiden van coördinatie.

**Schema 2.4 De verhouding tussen interdependentie, autonomie, coördinatie en convergentie**

Interdependentie door toenemende openheid van de volkshuishouding

Autonomieverlies en verlies aan nationaal handelingsvermogen:  
 - de monetaire en budgettaire politiek van andere landen doorkruist het eigen beleid; en  
 - de mogelijkheid om geïsoleerd monetair en budgettair beleid te voeren wordt beperkt.

De Europese Gemeenschap wordt beschouwd als optimale integratieruimte

NIET

WEL

Terugwinnen van de autonomie door nationale geïsoleerde maatregelen

Overgang naar communautair niveau

Protectionisme

Flexibele wisselkoersen

Beperkingen op kapitaalverkeer

Coördinatie op intergouvernementeel niveau (ook mondiaal)

Coördinatie zonder instituties

Oprichting van communautaire organen

Europees monetair orgaan  
 Richtlijn voor nationale budgetpolitiek  
 Verplichte communautaire deelname aan wisselkoersarrangement  
 EMS fase 2

Verkleining van wisselkoersmarges als 'Grundstein':  
 stabiele wisselkoersen  
 EMS fase I

Coördinatie op communautair niveau

Vrijheid van kapitaalverkeer

Convergentie

Interne markt

Substantiële toename regionale structuurfondsen en communautair belastinggebied

Vaste wisselkoersen met parallelle ECU als 'Krönung'

Economische en Monetaire Unie (EMU)

### 2.3.2.2 Het doel van de communautaire beleidscoördinatie

In communautair kader is de beleidscoördinatie er uiteindelijk op gericht *integratie- en coördinatiekorten* tegen te gaan en *communautair en nationaal handelingsvermogen* te herstellen, om uiteindelijk de gemeenschappelijke markt mede mogelijk te maken, die op haar beurt de convergentie van de economische ontwikkelingen als levensstandaard en inflatie bij een zo hoog mogelijk niveau van welzijn mogelijk moet maken. Aan de hand van een synthese van de gedachtenschema's van Cezanne en Kolodziejak kan de verhouding tussen interdependentie, autonomie, coördinatie en convergentie als in schema 2.4 worden afgebeeld.

In het navolgende moet nog worden stilgestaan bij een aantal vragen die vanuit het Nederlandse perspectief van belang zijn.

1. Wat kan coördinatie betekenen?
2. Welke coördinatie vindt al plaats?
3. Moet coördinatie of unificatie van de monetaire en budgettaire politiek onder de Gemeenschap worden gebracht?
4. Welke vormen van coördinatie dienen te worden versterkt?
5. Van welke (nationale) bevoegdheden op monetair en budgettair terrein zou dan afstand gedaan moeten worden?

### 2.3.2.3 Toegenomen belangstelling voor internationale beleidscoördinatie

De problemen, verbonden aan de receptuur van coördinatie van de macro-economische politiek zijn menigvoud, en de min of meer recent ontstane hoeveelheid literatuur geeft daar blijk van. Szász (1986) geeft een juiste verklaring voor de plotseling grote Amerikaanse belangstelling voor internationale beleidscoördinatie. Door gebrek aan beleidscoördinatie stortte het stelsel van vaste wisselkoersen op mondiale schaal – Bretton Woods – in 1973 ineen. Tot 1985 stonden de Amerikaanse autoriteiten op het standpunt dat bij flexibele wisselkoersen ieder land zich moet richten op uitsluitend interne doelstellingen. 'Uit een goed intern beleid zou dan automatisch een redelijke mate van wisselkoersstabiliteit voortvloeien. Voor verdergaande internationale beleidscoördinatie was in deze visie geen plaats'. De Nederlandsche Bank was een andere mening toegedaan. Zij stelde niet alleen dat bij flexibele wisselkoersen de principiële gerichtheid op evenwichtsherstel zou wegvallen, maar ook dat op gang gekomen wisselkoersontwikkelingen de neiging zouden hebben zichzelf te versterken, en dat een uit de hand lopende appreciatie moest leiden tot een sterke drang tot protectie [DNB (1968)]. In september 1985 gingen de Amerikaanse autoriteiten om, juist door de aandrang tot protectionisme vanwege de appreciatie van de dollar. Vonden zij voorheen, dat er geen beter oordeel mogelijk was over wisselkoersen dan dat van de markt, nu onderschreven zij in het Plaza-accord het oordeel dat de wisselkoersen de concurrentieverhoudingen beter moesten gaan weerspiegelen dan tot dan toe. Externe doelstellingen, en daarmee het besef van de noodzaak van internationale beleidscoördinatie, deden hiermee opnieuw hun intrede.

### 2.3.2.4 Coördinatie en speltheorie

Vanaf 1984 hebben met name Amerikaanse economen en Europese, in Amerika verblijvende, economen een grote stroom literatuur geproduceerd over coördinatie van macro-economisch beleid, waarbij coördinatie naar Wallich (1984) begrepen moet worden als '... a significant modification of national policies in recognition of international economic interdependence'<sup>14</sup>.

De nieuwe benadering die in de voorshands nogal theoretische literatuur over coördinatie werd gekozen was dat men, voortbouwende op het werk van onder andere Von Neuman en Morgenstern en Nash, naast de gebruikelijke optimaliseringstechnieken de speltheorie ging gebruiken in de internationale economie: coördinatie als een '*cooperative game*'<sup>15</sup>. Een andere belangrijke vernieuwing was de combinatie van deze benadering met het gebruik van empirische meerlanden-modellen als Interlink en MCM<sup>16</sup>. Een van de pioniersstudies op



dit gebied was de studie van Oudiz en Sachs (1984). Knoester en Kolodziejak (1988) gebruiken voor hun analyse van de extra-communautaire coördinatie hetzelfde instrumentarium – het rekenmodel is het Compact-model van de Europese Commissie – zij het dat hun invalshoek beleidsgericht is. Hun analyse weerspiegelt dat zij zich trachten te realiseren dat hun economisch-technische conclusies niet in een beleidspolitiek luchtledig terecht komen<sup>17</sup>.

De verschillende auteurs hebben – door alles bij elkaar een indrukwekkende inspanning – geprobeerd aan zoveel mogelijk theoretische en praktische bezwaren tegemoet te komen teneinde de vraag te beantwoorden of er internationaal gecoördineerd kan en dient te worden alsook de vele daarmee samenhangende vragen. Zo komen Frankel en Rockett (1988) zelfs tegemoet aan het fenomeen dat verschillende landen of blokken andere modellen van de economische samenhangen hanteren terwijl weer een derde model het ‘juiste’ is. Bij vergelijking van de monetaire en budgettaire multipliers van meerlandenmodellen, die gedeeltelijk ook bij Frankel (1987) en Knoester en Kolodziejak (1988) worden gepresenteerd en die werden verkregen door een speciale themabijeenkomst van de Brookings Institution in 1986, wordt duidelijk dat dit inderdaad een belangrijk punt is.

Wat is de analyse van het economisch proces, welk is ons economisch model, welke instrumenten worden ingezet, welke doelstellingen op welke termijn gekozen? Overduidelijk is *coördinatie* van *discretionair* beleid van *souvereine* staten een complexe zaak die Tbbin (1987) deed verzuchten dat zo’n coördinatie zeker niet eenvoudig en misschien zelfs onmogelijk is, maar dat te vrezen is dat bij afwezigheid daarvan naar nationalistische oplossingen zal worden gezocht.

De literatuur over coördinatie overziende moet de conclusie getrokken worden dat deze bepaald geen pasklare antwoorden oplevert voor de *communautaire* macro-economische en monetaire coördinatie. Deze is dan ook duidelijk van een andere orde, omdat zij per definitie verweven is met de Gemeenschapsstructuur en daardoor minder vrijblijvend of herroepbaar. Een opmerking als die van Begg en Wyplosz (1987) is exemplarisch voor het overgrote deel van de coördinatie-literatuur:

*‘Although pre-commitment may provide a rationale for cooperation, in this paper we focus on coordination issues emerging solely because the two countries are linked by externalities through the exchange rate’.*

Of Basevi en Giavazzi (1987):

*‘It is well-known that cooperative equilibria are unstable, because each player may improve its own position by breaking the cooperative agreement’.*

Langs de lijnen van verregaande stylering, dito casuïstiek en politieke sterilitet – dat wil zeggen abstractie van de communautaire context –, die in een belangrijk deel van de onderhavige literatuur te herkennen zijn, is het moeilijk enkele voor de realiteit waardevolle handvaten te bieden<sup>18</sup>. Men zit als het ware gevangen in het spel-model, en er is sprake van de ‘fallacy of misplaced concreteness’. De vraag is ‘to what extent must our understanding of what we have selected be modified in the light of what we have omitted’ [Whitehead (1964)]. De theoretische analyses over coördinatie bevatten voor de economische politiek vaak bedroevend weinig informatie. Wat wel kan worden vastgehouden is dat het onderzoek aangeeft dat samenwerkingsevenwichten bereikt kunnen worden die in termen van een doelfunctie beter zijn dan het niet-samenwerkingsevenwicht, de *Nash-solution*. Dit geldt ook wanneer de verschillende landen/regio’s verschillende doelfuncties hebben, zoals wordt aangetoond door Knoester en Kolodziejak (1988).

### 2.3.2.5 **Beleidscoördinatie: mondiaal en in communautair kader**

De internationale coördinatie van macro-economisch en monetair beleid die nu al plaats vindt moet worden onderscheiden in mondiale beleidscoördinatie

en coördinatie in het communautaire kader, waartoe – hoewel het strikt genomen geen Gemeenschapsinstituut is – hier ook het EMS wordt gerekend. De mondiale coördinatie vindt vooral plaats tussen de ‘grote vijf’ (G5), de ‘grote zeven’ (G7), ook wel tripolair tussen de VS, Japan en West-Duitsland, en in diverse andere internationale gremia als de OESO<sup>19</sup>. Op deze coördinatie kan Nederland weinig invloed uitoefenen, zeker niet zolang de Europese Gemeenschap nog niet als één blok aan de afstemming deelneemt. Ook is deze beleidscoördinatie nog voornamelijk een verbaal gebeuren, al zijn er op zeker ook resultaten bereikt, zoals bij het stoppen van de dollarstijging (de Plaza-overeenkomst van 22 september 1985) en de afremming van een verdere daling van de koers van de dollar (het Louvre-accord van 22 februari 1987).

De *intra-communautaire macro-economische en monetaire afstemming* moet als een voorwaarde voor een succesvolle *extra-communautaire afstemming* worden beschouwd. De actuele onevenwichtigheden, met name wat betreft de Amerikaanse betalingsbalans en haar handelstekort, maken het belang daarvan duidelijk. Van groot belang is voorts dat er, nadat de Europese monetaire samenwerking is versterkt, overeenkomstig de voorstellen van onder andere Williamson (1985), Williamson and Miller (1987), en Kyriazis and Chryssanthou (1986) doelzones en indicatoren worden overeengekomen voor de Amerikaanse, Japanse en Europese valuta's en macro-economische sleutelgrootheden. Een symptoom van de geringe coördinatie op wereldschaal is de grotere betekenis die regimes van flexibele wisselkoersen sinds de ineenstorting van het Bretton Woods-stelsel hebben gekregen.

De coördinatie van de macro-economische, met name de budgettaire, politiek in de Europese Gemeenschap, is nog niet ver gevorderd, vooral omdat de Lidstaten – ook Nederland – blijven vasthouden aan hun souvereiniteit op dit terrein. Het is maar de vraag, zoals al eerder is gesteld, of de nationale overheden in deze hun competentie nog kunnen waar maken. Tenminste jaarlijks doet de Europese Commissie – op grond van de Convergencebeslissing van 1974 – in haar economisch rapport aanbevelingen voor de macro-economische politiek aan de Lidstaten; deze hebben echter geen dwingend karakter.

Het gebrek aan macro-economische convergentie en coördinatie oefent momenteel een negatieve invloed uit op de monetaire integratie. Overeenkomstig de zogenaamde *monetaristische theorie* gaat er van de (semi-vaste) EMS-pariteiten een zekere convergerende invloed uit op het macro-economisch beleid: de monetaire integratie legt tot op zekere hoogte de fundamenten voor de economische integratie.

De Nederlandsche Bank heeft in het algemeen meer het zogenaamde *economistische* standpunt benadrukt, volgens welk de monetaire integratie het resultaat – en zo men wil de bekroning – is van macro-economische convergentie. Het gaat hierbij dan vooral om de convergentie van de prijsontwikkeling naar een stabiel laag niveau<sup>20</sup>. In theorie bestaat er algemene overeenstemming dat economische integratie en monetaire integratie naast elkaar moeten plaatsvinden, opdat zij elkaar over en weer versterken – het *parallellisme*. In de praktijk echter blijkt bijvoorbeeld de budgettaire coördinatie veel moeilijker tot stand te brengen dan de monetaire omdat men bij de vaststelling van budgetten, belastingen en tekorten het hart raakt van de nationale verzorgingsstaten. Door de toenemende Europese marktintegratie en financiële integratie zullen aan de budgettaire beleidscoördinatie verdere eisen worden gesteld, dan die waaraan het huidige coördinatie-instrumentarium tegemoet kan komen.

### 2.3.3 **Beleidscoördinatie door middel van het EMS**

#### 2.3.3.1 **Het Europees Monetair Stelsel**

Het Europees Monetair Stelsel is in de afgelopen tien jaar uitgegroeid tot een voorname pijler voor de Europese macro-economische en monetaire integratie. Dit EMS moet dan ook het vertrekpunt zijn voor de noodzakelijke versterking van de Europese beleidscoördinatie waarop Nederland dient te mikken. Het

EMS is tot stand gekomen door een politiek initiatief van de toenmalige Duitse bondskanselier Helmut Schmidt en Franse president Valéry Giscard d'Estaing. Eufemistisch uitgedrukt toonde de Bundesbank zich geen voorstander van deze stap. De vastbeslotenheid van de westelijke wereld om de inflatie te bestrijden heeft bij de oprichting van het EMS een belangrijke rol gespeeld, evenals de aanhoudende zwakte van de Amerikaanse dollar [Hellman (1979)].

Het EMS is erop gericht een zone van monetaire stabiliteit te bewerkstelligen. De twee hoofddoelstellingen zijn *wisselkoersstabiliteit* en *prijsstabiliteit*, zij het dat voor de laatste – de interne stabiliteit – geen direct instrumentarium werd geschapen. Als achterliggende doelstellingen zijn aan te wijzen *de vrijheid van het intra-communautaire betalingsverkeer* en *de bijdrage aan het geheel van de Europese integratie* [Kleinheyer (1987)]. De bouwstenen van het EMS worden gevormd door de Europese valuta-eenheid – Ecu –, het wisselkoersarrangement met het bilaterale pariteitenraster, het reserve- en interventiesysteem, de Ecu-afwijkingsindicator, het krediet- en bijstandmechanisme, en het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking [van Ypersele and Koeune (1985), Europese Commissie (1979)].

Na 10 jaar, en vooral in het afgelopen jaar, heeft het EMS een goede staat van dienst <sup>21</sup>, hoewel de beginjaren vooral werden gekenmerkt door frequente en omvangrijke realignments. Tabel 2.3 geeft een overzicht van de realignments onder het EMS. Sinds het – roemruchte – realignment van 1983 is het betrekkelijk rustig geweest aan het valuta-front, mede dankzij de dalende inflatietrend die zich op mondiale schaal doorzette.

**Tabel 2.3** Realignments in het EMS; bilaterale spijkerswijzigingen ten opzichte van gelijkblijvende valuta's (lege plaatsen)

	BLF	DKR	FF	DM	IRL	LIT	NGL
24.09.79		-2.86		2.00			
30.11.79		-4.76					
23.03.81						-6.00	
05.10.81			-3.00	5.50		-3.00	5.50
22.02.82	-8.50	-3.00					
14.06.82			-5.75	4.25		-2.75	4.25
21.03.83*	1.50	2.50	-2.50	5.50	-3.50	-2.50	3.50
22.07.85**						-7.84	
07.04.86	1.00	1.00	-3.00	3.00			3.00
04.08.86					-8.00		
12.01.87	2.00			3.00			3.00

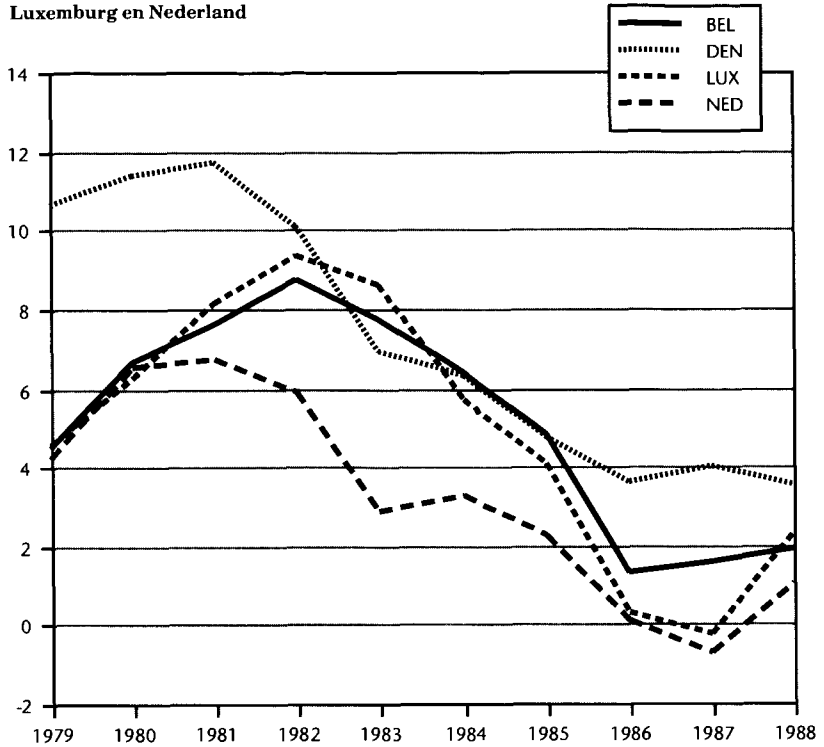
\* aanpassingen zoals officieel gepresenteerd.

\*\* 'uit presentationele overwegingen' in de vorm van -6% devaluatie, onder gelijktijdige 2%-revaluatie van overige valuta's.

De conclusies uit de figuren 2.7 en 2.8 en tabel 2.4 kan zijn dat het EMS niet alleen een disciplinerende invloed heeft uitgeoefend op de externe stabiliteit maar ook op de interne. Door de stabiliteitsvoorsprong van met name de Duitse mark en de Nederlandse gulden zijn de overige valuta's min of meer continu ten opzichte van deze munten gedeprecieerd (tabel 2.5, figuur 2.9).

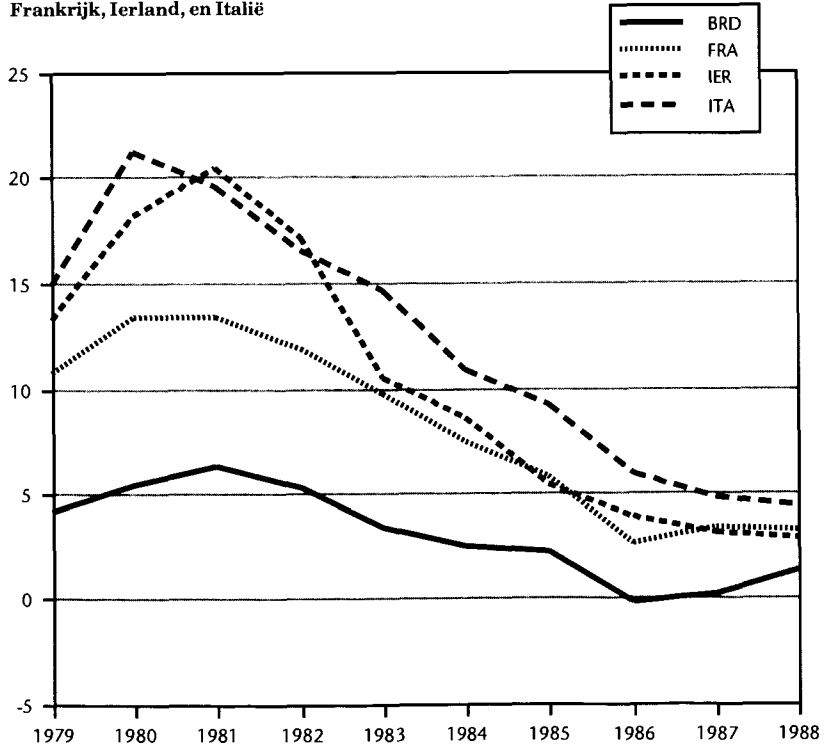
De depreciatie van de overige EMS-valuta's ten opzichte van gulden en Duitse mark is alleen opgetreden in nominale termen. In reële termen gesproken is eerder sprake geweest van een depreciatie van de Duitse mark (tabel 2.6), maar ook van de gulden [Knoester (1986)]. Dat is een belangrijke kwestie bij de uitbouw van het EMS ter ondersteuning van het acquis, waarop tot slot nog eens wordt ingegaan.

**Figuur 2.7** Consumptieprijsindex; jaarlijkse groei voor België, Denemarken, Luxemburg en Nederland



Bron: IMF 1988# = QI+QII+2\*QIII

**Figuur 2.8** Consumptieprijsindex; jaarlijkse groei voor West-Duitsland (BRD), Frankrijk, Ierland, en Italië



Bron: IMF 1988# = QI+QII+2\*QIII(ITA: QI+3\*QII)

Tabel 2.4 Convergentie van inflatie in EMS en ERM: CPI-groecijfers

	EMS <sup>1)</sup>				ERM <sup>2)</sup>			
	a)	b)	c)	d)	a)	b)	c)	d)
1979	9.94	7.95	4.47	5.76	8.35	7.10	4.00	4.18
1980	13.17	10.57	5.95	7.79	11.11	9.45	4.93	5.74
1981	13.01	10.17	5.15	6.71	11.71	9.81	4.54	5.41
1982	11.43	8.74	4.13	6.16	10.60	8.65	3.40	5.33
1983	8.89	6.38	3.88	6.06	8.01	6.50	2.82	5.18
1984	7.44	5.22	3.12	5.02	6.36	5.13	1.94	3.94
1985	6.38	4.47	3.14	4.18	4.80	4.12	1.50	2.61
1986	4.36	1.79	4.03	4.61	2.15	1.39	1.80	2.40
1987	3.66	1.99	2.93	4.39	2.01	1.57	1.80	2.74
1988#	3.63	2.64	1.85	2.57	2.56	2.17	0.91	1.50

# Waarde 1988 = QI+QII+2\*QIII (Italië: QI+3\*QII)

a) = ongewogen gemiddelde

b) = gewogen gemiddelde

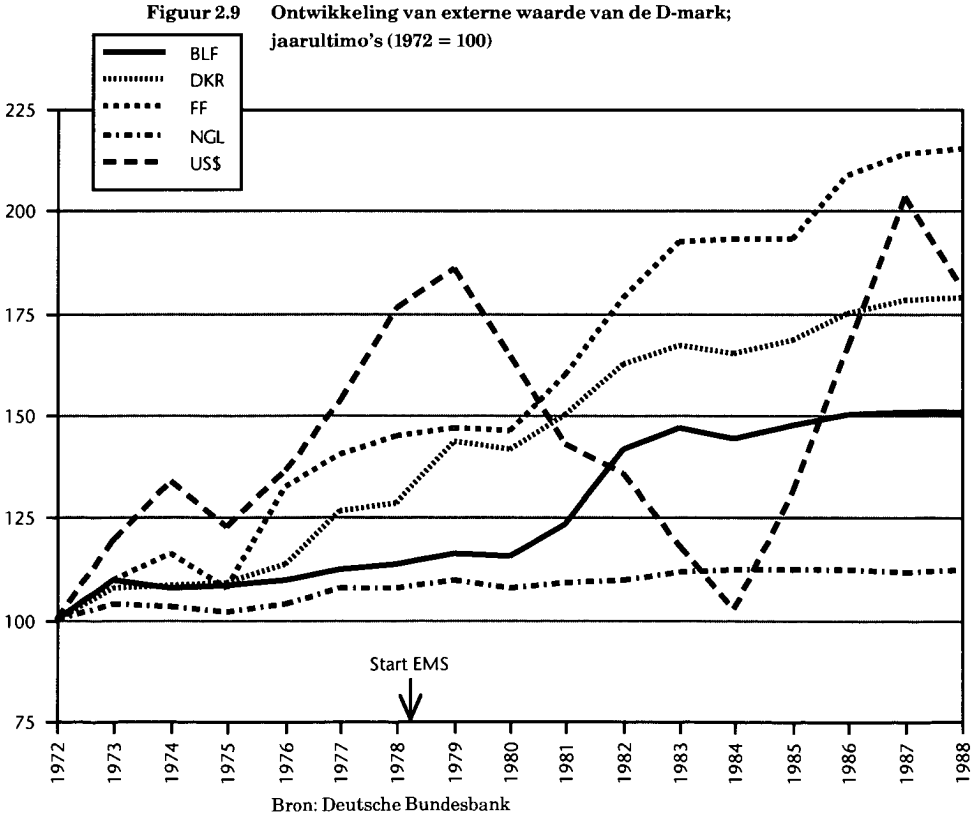
c) = ongewogen gemiddelde van absolute afwijkingen van a)

d) = ongewogen gemiddelde van afwijkingen van minimum

<sup>1)</sup> EMS = ERM + Griekenland en Verenigd Koninkrijk

<sup>2)</sup> ERM = België, Denemarken, Frankrijk, BRD, Ierland, Italië, Luxemburg en Nederland, zijnde de deelnemers aan het wisselkoersarrangement.

(Bron: IMF, *International Financial Statistics*, february 1989/Yearbook 1988)



Tabel 2.5 Inflatie-rangorde en EMS-spijkoersaanpassingen 1979-1988

	Cumulatieve inflatie <sup>1)</sup>	Realignments	
		Revaluaties	Devaluaties
1. Duitse mark	30.35%	7	0
2. Nederlandse gulden	32.08%	6	0
3. Luxemburgse frank	49.02%	4	1
4. Belgische frank	51.04%	4	1
5. Deense kroon	72.86%	3	3
6. Franse frank	81.09%	1	4
7. Ierse pond	103.28%	1	2
8. Italiaanse lire	121.66%	0	5

<sup>1)</sup> Cumulatieve inflatie gemeten als som van de jaarlijkse inflatiecijfers (tweede-orde effecten niet meegerekend).

Waarden voor 1988 = QI+QII+2\*QIII (Italië: QI+3\*QII)

Bron: Inflatiecijfers: berekeningen op basis van IMF, *International Financial Statistics*, februari 1989/Yearbook 1988.

De-/revaluaties: Europese Commissie

Tabel 2.6 Nominale versus reële appreciatie ten opzichte van de D-mark

A: CPI-groei ten opzichte van West-Duitsland (%-punten)

	BEL	DEN	FRA	IER	ITA	LUX	NED
1979	0.28	6.42	6.49	9.08	10.73	0.38	0.05
1980	1.24	5.98	8.00	12.83	15.84	0.90	1.12
1981	1.30	5.40	7.10	14.10	13.20	1.80	0.40
1982	3.47	4.85	6.55	11.84	11.22	4.08	0.64
1983	4.39	3.60	6.31	7.19	11.28	5.32	-0.47
1984	3.93	3.89	4.99	6.18	8.42	3.26	0.85
1985	2.65	2.53	3.56	3.24	6.97	1.86	0.05
1986	1.53	3.87	2.78	4.06	6.10	0.53	0.33
1987	1.30	3.77	3.09	2.88	4.50	-0.46	-0.98
1988 #	0.61	2.20	1.86	1.53	3.05	1.00	-0.25

B: Nominale appreciatie (+)\* ten opzichte van DM (%)

van:	BF	DKR	FF	IRL	LIT	LF	NGL
1979	-1.98	-4.35	-3.20	-2.66	-6.79	-1.98	-1.58
1980	-0.57	-7.43	-0.15	-0.32	-3.78	-0.57	0.06
1981	-2.08	-1.63	-3.33	-2.33	-6.33	-2.08	-0.94
1982	-12.75	-8.21	-11.21	-5.55	-9.75	-12.75	0.33
1983	-5.98	-4.13	-9.26	-7.65	-6.30	-5.98	-1.56
1984	-1.37	-1.58	-2.80	-2.93	-3.65	-1.37	-0.86
1985	0.67	1.11	0.61	1.40	-4.81	0.67	-0.06
1986	-1.96	-3.40	-4.31	-7.14	-5.53	-1.96	-0.01
1987	-0.96	-2.09	-4.62	-8.18	-4.79	-0.96	0.11
1988*	-0.79	-0.71	-1.41	0.06	-2.71	-0.79	0.14

C: Reële appreciatie (+) ten opzichte van DM (%) (= A + B)

van:	BF	DKR	FF	IRL	LIT	LF	NGL
1979	-1.70	2.07	3.30	6.42	3.94	-1.60	-1.53
1980	0.67	-1.44	7.85	12.51	12.06	0.33	1.19
1981	-0.78	3.77	3.77	11.77	6.87	-0.28	-0.54
1982	-9.28	-3.36	-4.66	6.30	1.47	-8.67	0.97
1983	-1.59	-0.52	-2.95	-0.46	4.98	-0.65	-2.03
1984	2.56	2.31	2.19	3.25	4.77	1.89	-0.01
1985	3.32	3.63	4.18	4.64	2.16	2.53	-0.01
1986	-0.43	0.47	-1.53	-3.08	0.57	-1.43	0.32
1987	0.34	1.68	-1.54	-5.30	-0.29	-1.42	-0.87
1988 #*	-0.18	1.49	0.45	1.59	0.34	0.21	-0.11

# Waarde 1988 =  $QI + QII + 2 * QIII$  (Italië:  $QI + 3 * QII$ )

\* Berekend o.b.v. \$-koersen (jaargemiddelden; voor 1988 kwartaalgemiddelden)

(Bron: berekeningen o.b.v. IMF, *International Financial Statistics*)

Edison en Fisher (1989) hebben getest of er voor het EMS de afgelopen jaren sprake is geweest van stabiele, bilaterale reële wisselkoersen. Zij konden deze stabiliteit, dat wil zeggen het opgeld doen van een trendmatige beweging naar koopkrachtpariteit, slechts in enkele gevallen vaststellen. Zij hebben de statistische juistheid vastgesteld van de redenering van Giavazzi en Pagano (1986) dat *reële appreciatie* van deelnemers aan het wisselkoersmechanisme van het EMS met een relatieve hoge inflatiegraad een karakteristiek is van het EMS en dat dit helpt om die landen discipline op te leggen. Deze opvatting impliceert dat de realignments slechts gedeeltelijk tegemoetkomen aan de inflatieverschillen, en dat er verschuivingen in de concurrentiepositie optreden. De aanpassingslast wordt bij de landen met een relatief hoge inflatie gelegd, hetgeen bijdraagt tot wat in het jargon pleegt te worden aangeduid als de *asymmetrie* van het EMS. Edison en Fisher leveren het statistische bewijs dat de waarschijnlijkheid van co-integratie tussen wisselkoersen en prijzen in de EMS-periode kleiner is dan in de periode ervoor.

Bij deze constellatie van een stabiele wisselkoersverhouding met de Duitse mark en de voor de interne stabiliteit weldadige nominale appreciatie ten opzichte van de overige EMS-valuta's is Nederland de afgelopen jaren, zeker naar inschatting van De Nederlandsche Bank, niet slecht gevaren. Moet Nederland wat betreft het EMS dan maar mikken op zoveel mogelijk handhaven van de status quo? Het antwoord moet ontkennend zijn.

### 2.3.3.2 De uitbouw van de macro-economische en monetaire integratie

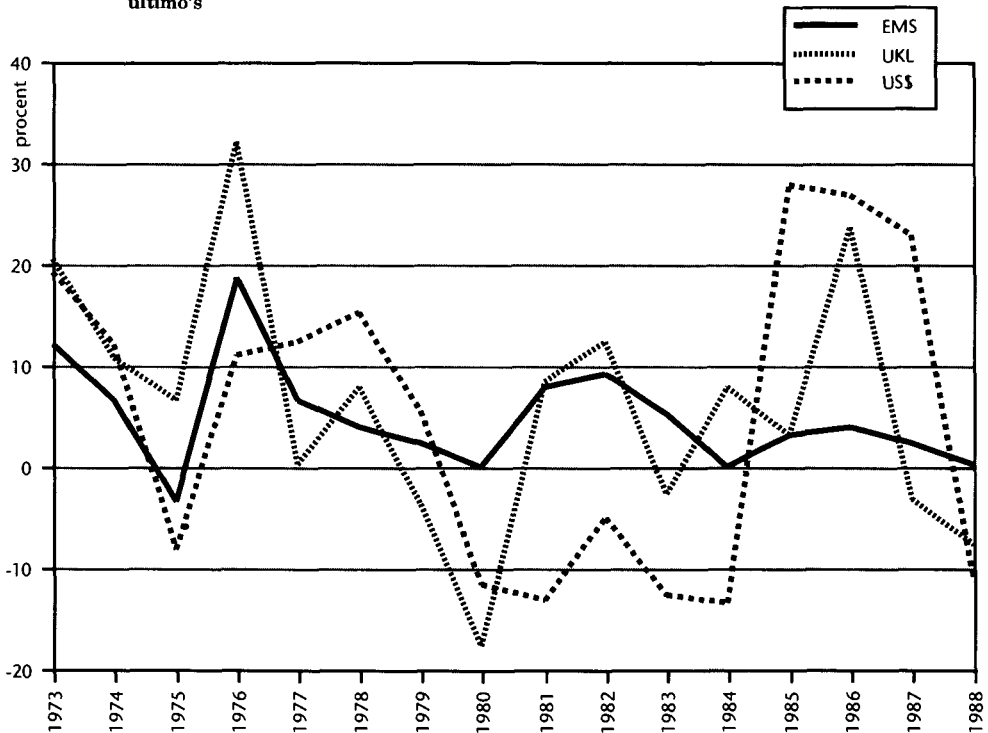
In dit preadvies zijn drie factoren genoemd die pleiten voor uitbouw van de macro-economische en monetaire integratie in het kader van de Europese Gemeenschap:

1. De achterstand van de macro-economische en monetaire integratie bedreigt het acquis. Volgens afspraak had de tweede fase van het EMS al in 1981 in moeten gaan.
2. Door toenemende kapitaalmobiliteit, stabiele wisselkoersen, handelsintegratie en engagement in de Gemeenschap gaat nationaal handelingsvermogen verloren dat op communautair niveau moet worden gecompenseerd.
3. Aan de noodzakelijke coördinatie in de wereldeconomie kan ons land niet alleen maar wel via en door middel van de Europese Gemeenschap een bijdrage leveren.

Daarbij is het EMS het aangewezen vertrekpunt voor die uitbouw, waarvoor nog enkele suggesties gedaan worden. Maar het is de moeite waard eerst nog

even de positie van de Nederlandsche Bank te bezien. Men moet niet vergeten dat de aansluiting bij de in de Bondsrepubliek gevoerde monetaire politiek rond 1976-1977 uit nood werd geboren. Deze aansluiting blijkt heel duidelijk uit de ontwikkeling van de Nederlandse lange rente. Een van de redenen waarom de Bank zich in het begin van de jaren zeventig nog niet oriënteerde op het wisselkoersbeleid van Duitsland was hoogstwaarschijnlijk dat de beweging van de dollar op bijzondere wijze op dat land van invloed waren. Onder het EMS regime is deze bijzondere invloed niet wezenlijk gewijzigd (zie ook figuur 2.10). Econometrisch kan worden aangetoond dat er een significant positief verband bestaat tussen depreciatie van de dollar ten opzichte van de DM enerzijds en de appreciatie van de DM ten opzichte van de overige EMS-valuta's anderzijds. Het omgekeerde verband is minder significant. Omdat de Amerikaanse economie een bijzondere en belangrijke verklaring vormt voor de Duitse rente-ontwikkeling wordt die ook aan Nederland doorgegeven.

**Figuur 2.10** Jaarlijkse appreciatie van de DM ten opzichte van de EMS-valuta's, het Britse pond en de Amerikaanse dollar; berekend op basis van jaar-ultimo's



Bron: Deutsche Bundesbank

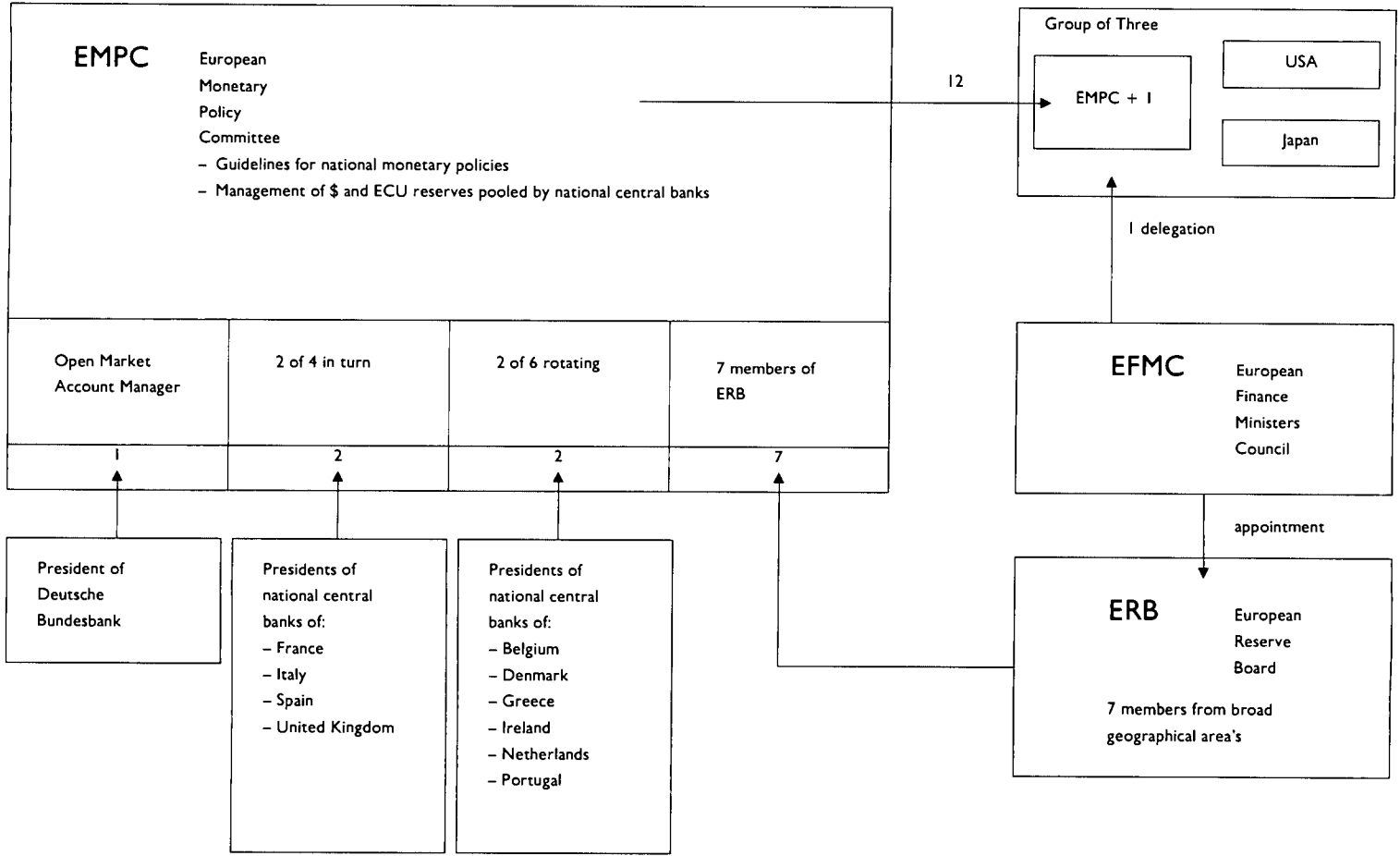
In 1976/1977 heeft de Bank vanwege het gevaar voor binnenlandse prijsinstabiliteit door de mondiale inflatie gekozen voor de aansluiting bij het Duitse beleid. Begin jaren zeventig had zij een multilaterale oriëntatie en wilde zij de voortzetting van een stelsel als dat van Bretton Woods. Nu de mondiale inflatie niet langer het conflict tussen de Nederlandse interne en externe doelstelling verscherpt, en nu er in het EMS een convergentie heeft plaatsgevonden naar de binnenlandse stabiliteit van Duitsland, lijkt voor de Bank en de Regering de tijd gekomen de bakens van zoveel mogelijk handhaving van de EMS-status quo te verzetten naar een verdere uitbouw die uiteindelijk zal moeten resulteren in de Europese Economische en Monetaire Unie. Bij de versterking van het EMS door middel van de *'petite reforme'* van september 1987 – het *Bazel/*



*Nyborg pakket* – wordt niet voldoende tegemoet gekomen aan de uitdagingen aan de macro-economische en monetaire integratie die in dit preadvies zijn genoemd<sup>22</sup>.

Naar onze inschatting hebben de Duitse monetaire autoriteiten in deze zin inmiddels hun bakens verzet<sup>23</sup>. Zij kijken afwachtend naar de politiek en lijken zich steeds beter te kunnen vinden in de meer *monetaristische* denktrant van de voorzitter van het Comité Delors. De Duitsers hebben hun situatie gezien en begrepen dat zij de rol als de facto sleutelvalutaland, die zij tot nog toe in het EMS konden en moesten vervullen, niet of niet zonder meer verder kunnen spelen. Voor die rol krijgt het land in de toekomst minder politieke ruimte, en is de Duitse economie in verhouding tot de hele Gemeenschap en de wereldeconomie te klein. Het belang van coördinatie groeit ook voor Duitsland naarmate de effectiviteit van het Duitse monetaire beleid onder invloed van vastere wisselkoersen en verdere toename van de kapitaalmobiliteit nog meer afneemt. De Nederlandse monetaire autoriteiten, maar ook de budgettaire, moeten niet blijven wachten op de Duitse trein met bestemming *status quo*: die trein is vertrokken en de volgende komt niet meer. De vraag is welke trein we, geholpen door de verkenningen in dit preadvies, dan wel moeten nemen. Als wij op het perron blijven staan, missen wij in elk geval de aansluiting op de Europese boot. En voor die boot heeft de Nederlandse politiek in de rechts- en levensgemeenschap der volkeren tot op de dag van vandaag onherroepelijk gekozen. De Economische en Monetaire Unie is niet met één grote stap te verwezenlijken. Het gaat erom tussenstappen naar dat doel te doen langs de weg van de toenemende coördinatie, niet zozeer qua intensiteit als wel door het tot stand brengen van een evenwicht tussen *regels en discretionaire bevoegdheden*. Regels en instituties kunnen niet worden gemist vanwege hun disciplinerende, tot de Europese orde roepende werking; discretionaire bevoegdheden niet vanwege de noodzakelijke flexibiliteit. Zo zal ook de uitbouw van de macro-economische en monetaire integratie stapsgewijs dienen plaats te vinden. Het gaat er om een – bij de huidige stand van marktintegratie behorend – simultaanpakket te formuleren dat functioneert als tussenstap naar de Europese Economische en Monetaire Unie.

1. Wat de monetaire politiek betreft is het belangrijk om, binnen een mondiale monetaire doelstelling, op Europees vlak overeenstemming te bereiken over een gemeenschappelijke inflatiedoelstelling en over de potentiële productiegroei. Daaruit resulteert als geldgroeiregel voor het EMS als geheel dat de geldgroei gelijk dient te zijn aan de som van de gewenste prijsstijging en de gewenste reële productiegroei ( $\dot{m} = \beta + \dot{y}$ ). Daaraan moet worden toegevoegd een individuele, binnenlandse krediet-doelstelling onder voorwaarde van niet-sterilisatie van interventies en een nominale inkomensdoelstelling voor elke participant. Sturing van de vraag gebeurt echter alleen in gecoördineerd communautair kader. Bij overschrijding van het geplande inflatiepad wordt het monetaire beleid op gecoördineerde wijze verkrapt.
2. De institutionalisering van fase 2 van het EMS dient, zoals in schema 2.6 is aangegeven, als centrale elementen te bevatten:
  - a. verplichte deelname van alle Lidstaten aan het wisselkoersarrangement.
  - b. de creatie van een Europees monetair orgaan ten dienste van de intra- en extra-communautaire coördinatie.
  - c. een richtlijn voor de nationale budgetpolitiek.
3. Het Verenigd Koninkrijk, Italië, Spanje, Portugal en Griekenland dienen ertoe te worden bewogen deel te nemen aan het wisselkoersarrangement op de wijze die nu reeds voor de overige Lidstaten van de Gemeenschap geldt. De vijfjaarlijkse evaluatie van het EMS in september 1989 is het aangewezen moment waarop het Verenigd Koninkrijk en Spanje kunnen besluiten toe te treden, en Italië zou kunnen instemmen met deelname met de 2,25%-band in plaats van de 6%-band. Uiterlijk 1993 dient er een koppeling te bestaan tussen lidmaat-



Schema 2.6 Toepassing van het Fed-model à la Rosman/Knoester/Thygesen: een opzet voor een Europees Centrale Bankensysteem

schap van de Gemeenschap en deelname aan het EMS. Deze koppeling bij EG-verdrag was al voorzien in artikel 52 van het ontwerp-verdrag Europese Unie van het Europese Parlement, waarvan zowel de Eerste als de Tweede Kamer der Staten-Generaal, blijkens de moties van 7 mei respectievelijk 29 mei 1985, met instemming hebben kennisgenomen. Het verslag van het Comité Dooge (Spaak II) spreekt over een noodzakelijke versterking van het EMS, welke notie geleid heeft tot opname van artikel 20 van de Europese Akte. De procedure voor de opname van de bedoelde koppeling in het Verdrag is aldus opgenomen in artikel 102A lid 2 van het nieuwe EG-verdrag.

4. Eveneens ingevolge artikel 102A EG dient een Europees monetair orgaan geschapen te worden dat in plaats komt van het 'Comité des gouverneurs', dat werd ingesteld bij besluit van de Raad van 8 mei 1964 (64/300/EEC). Het huidige comité dient door te groeien naar een communautair banksysteem. Voor 1993 dient als follow-up van het Comité Delors een nieuwe commissie ad hoc te worden ingesteld, die de statuten van een Europese – dat wil zeggen communautaire – Centrale Bank opstelt. De overdracht van nationale bevoegdheden op monetair terrein zal vooral betrekking hebben op het instrumentarium dat wordt aangewend voor beheersing van de geldhoeveelheid, rentestanden en de wisselkoersen. In eerste instantie moet de institutionalisering daarvan aan de volgende voorwaarden voldoen.
  - a. De vormgeving van het genoemde Europese monetaire orgaan kan het beste plaats vinden in de geest van het Amerikaanse Federal Reserve System (zie schema 2.6). Het voorstel van Thygesen, Bosman en de préadviseurs bevat een European Reserve Board, bestaande uit zeven leden, die op voordracht van de Europese Commissie door de Europese Raad van Ministers van Financiën (EFMC) voor een periode van circa acht jaar worden aangewezen, met inachtneming van een zekere geografische spreiding. Ten aanzien van de – herbenoembare – President van de Board is de voordracht van de Commissie bindend. Besluiten in de Board worden bij meerderheid genomen. Voorts is er een Europees monetair beleidsorgaan (EMPC), dat richtlijnen geeft voor het nationale monetaire beleid als bedoeld onder 1. Het Policy Committee beheert ook de pool van dollar- en Ecu-reserves, bijeengebracht door de nationale centrale banken. Dit biedt een waarborg voor de doorgroei van de Ecu in de 'optionele fase'.

Het EMPC is samengesteld uit: de zeven leden van de Board; de president van de Deutsche Bundesbank die naar analogie van de Federal Reserve Bank van New York als 'open market account manager' functioneert; afwisselend een tweetal uit de presidenten van de nationale banken van Frankrijk, Italië, het Verenigd Koninkrijk en Spanje; en roterend twee presidenten uit de zes kleinere Lidstaten.

Het EMPC, waaraan is toegevoegd de voorzitter van de Europese Raad van Ministers van Financiën, heeft de uitsluitende bevoegdheid het extra-communautaire monetaire beleid te coördineren in de 'Group of Three'.
  - b. De Europese Centrale Bank (ECB) zou onafhankelijk moeten zijn van aanwijzingen, van individuele regeringen, zoals ook Eizenga in zijn afscheidsrede in 1987 heeft verdedigd. De verhouding tussen de ECB en de Raad van Ministers van Financiën, die in het Verdrag vast te leggen ware, dient vergelijkbaar te zijn met de momentele verhouding tussen Bank en Regering in West-Duitsland en Nederland. Regeringen krijgen niet de mogelijkheid kredieten op te nemen bij de ECB. Een dergelijke positie van een op te richten ECB moet als inmiddels politiek haalbaar worden beschouwd.
  - c. De Europese Centrale Bank dient georiënteerd te zijn op simultane interne en externe stabiliteit.
5. Voortgang op het terrein van de monetaire integratie kan alleen dan bestendig zijn als er ook op het terrein van de budgettaire politiek een betere beleidscoördinatie tot stand komt. Dit geldt in het bijzonder voor de omvang en financieringswijze van de nationale begrotingstekorten.

6. De nationale financieringstekorten op de gewone dienst dienen geleidelijk tot nul te worden afgebouwd, uiterlijk op het moment dat de 2,25%-banden tot dicht bij nul worden vernauwd en de Openbare uitgaven van de Gemeenschap, met name voor de regionale herverdeling, van het huidige niveau van circa 1 procent naar tenminste 6 procent van het totale EG-produkt is gebracht, overeenkomstig de voorstellen gedaan in het MacDougall-rapport van 1977. In het hierboven uiteengezette stappenplan wordt daarvoor als tijdstip 1997 aanbevolen.

## 2.4 Samenvatting en conclusies

De uitwerking van dit préadvies sluit aan bij het WRR-rapport De onvoltooide Europese integratie uit 1986. In hoofdstuk 2.1 wordt de opbouw van het préadvies uiteengezet en de rode draad geschetst: Nederland heeft veel macro-economische en monetaire autonomie verloren. Voor zover het gaat om de gevolgen van het Nederlandse lidmaatschap van de Europese Gemeenschap is daarvoor in het verleden bewust gekozen (hoofdstuk 2.2). Doordat het hieruit voortvloeiende verlies aan handelingsvermogen niet op communautair niveau kon worden goedgemaakt zijn tekorten aan handelingsvermogen ontstaan. Coördinatie, maar dan in het Gemeenschapskader, kan soelaas bieden. Dit houdt in dat verdere stappen dienen te worden gezet, ook en vooral in het kader van het EMS, in de richting van macro-economische en monetaire integratie.

Deze is geen doel in zich, maar ondersteunt de integratie op andere terreinen waar deze vooral door de vrijmaking van de kapitaalmarkt vanaf 1990, en die van de goederen- en dienstenmarkt na 1992 een nieuwe dynamiek krijgt (hoofdstuk 2.3). Bedrijfsleiders in de Europese Gemeenschap beschouwen de monetaire samenwerking als een terrein waarop dringend vooruitgang moet worden geboekt, wil datgene wat door het integratieproces reeds is bereikt en in 1992 moet worden bereikt niet op het spel worden gezet. De stapsgewijze versterking van de macro-economische en monetaire integratie dient te bestaan uit een communautaire richtlijn waardoor aan de nationale financieringstekorten lage maxima worden gesteld. Verder dient een Europees monetair orgaan in het leven te worden geroepen, dat geleidelijk Centrale Bank-taken kan gaan vervullen in een federaal bestel, geënt op het Federal Reserve System in de Verenigde Staten. Ook is het lidmaatschap van de Europese Gemeenschap niet los te zien – en zou niet los mogen bestaan – van deelname aan het wisselkoersarrangement. Nederland zal bereid moeten zijn op bepaalde terreinen, in het bijzonder op monetair gebied en in mindere maar niet onbelangrijke mate op budgettair gebied, zijn traditionele instrumentarium prijs te geven om aldus een – vooral schijnbare – macro-economische en monetaire autonomie op te geven voor een met andere Europese landen gedeeld beleid. In de feitelijke en formele situatie waarin de volkshuishouding zich bevindt heeft ons land bij nadere beschouwing eigenlijk geen andere keus: ook in dit opzicht geldt dat *Nederland gaandeweg tot de Europese orde wordt geroepen*.

De belangrijkste conclusies van dit préadvies laten zich als volgt samenvatten.

1. De huidige stand van zaken op het terrein van de Europese integratie kan worden getypeerd als een 'hinkende integratie'. Hiermee wordt bedoeld dat de positieve integratie – de harmonisatie van het beleid van nationale overheden – tot op heden is achtergebleven bij de negatieve integratie, dat wil zeggen bij het wegnemen van intra-Europese belemmeringen. Voor het boeken van vooruitgang bij het streven naar een volledige economische en monetaire unie is als eerste stap een versterking van de coördinatie van het macro-economisch en monetair beleid van nationale overheden noodzakelijk.
2. Deze versterking van de beleidscoördinatie dient in de eerste plaats betrekking te hebben op een versterking en uitbouw van het Europese Monetaire Stelsel.

3. De Nederlandse autoriteiten dienen de macro-economische en monetaire ontwikkeling van ons land primair te zien in de context van de Europese Gemeenschap. Het nationaal handelingsvermogen op deze terreinen is de facto de afgelopen jaren beperkt en zal nog verder worden beperkt door de nieuwe dynamiek van de Europese integratie. In de verhouding tussen Gemeenschap en Nederland is het subsidiariteitsbeginsel het uitgangspunt.
4. De Fleming-Mundell analyse maakt duidelijk dat er voor een autonome nationale monetaire politiek in een klein land als Nederland, bij de in operationele zin als vast te beschouwen wisselkoersen in het EMS en bij kapitaalmobiliteit, weinig ruimte bestaat. De ineffectiviteit van de monetaire politiek of het verlies van de monetaire autonomie voor Nederland wordt door vrij kapitaalverkeer versterkt, maar niet veroorzaakt. Door de kapitaalmobiliteit wint echter de budgettaire politiek, mits gecoördineerd, aan kracht.
5. De voor Nederland zo belangrijke interne markt komt alleen tot stand en zal alleen standhouden als verdere stappen worden gezet in de richting van de Europese Monetaire en Economische Unie. Die stappen kunnen niet wachten tot na 1992. De voltooiing van de interne markt is niet alleen een kwestie van marktintegratie maar ook van de flankerende macro-economische en monetaire beleidsintegratie. Als dit beleid onvoldoende wordt gecoördineerd, dan wordt de interne markt bedreigd en eerder een last dan een lust.
6. Uit diverse onderzoeken is gebleken dat door het Europese en het Nederlandse bedrijfsleven substantiële vooruitgang wordt gewenst op het gebied van de monetaire integratie. Het bedrijfsleven en daarmee de burgers zijn de grote verliezers van integratie- en coördinatietekorten op het gebied van de macro-economische en monetaire éénwording. Eén Europese munt, in casu de Ecu, staat hoog op de prioriteitenlijst van het Europese en Nederlandse bedrijfsleven; onder de burgers eveneens, vlak na een Europees milieubeleid.
7. Door de toenemende Europese marktintegratie en financiële integratie zullen aan de budgettaire beleidscoördinatie hogere eisen worden gesteld dan die waaraan het huidige coördinatie-instrumentarium tegemoet kan komen.
8. Op het terrein van de monetaire politiek zou een gemeenschappelijke inflatiedoelstelling en daarvan afgeleide nationale richtlijnen moeten worden geformuleerd. Dat brengt met zich mee dat met betrekking tot het instrumentarium ter beheersing van de geldhoeveelheid, de rentestanden en de wisselkoersen een overdracht plaats vindt van nationale bevoegdheden naar communautaire organen.
9. De institutionele vormgeving van die organen kan plaatsvinden naar analogie van het Amerikaanse Federal Reserve System. Het huidige Comité des Gouverneurs zal doorgroeien in een communautair banksysteem. Deze Europese Centrale Bank dient gericht te zijn op simultane interne en externe stabiliteit. Bij haar taakuitoefening moet zij onafhankelijk zijn van aanwijzingen van individuele regeringen. Voor de verhouding tussen ECB en Raad van Ministers kan de Nederlandse situatie als voorbeeld dienen. Daarnaast dient de European Reserve Board, aangewezen door de Raad van Ministers, deel uit te maken van het monetaire beleidsorgaan, dat verantwoordelijk is voor de richtlijnen met betrekking tot het nationale beleid als bedoeld onder 8.
10. Het is denkbaar een Europese budgettaire richtlijn te ontwerpen waaraan de nationale overheden zich structureel dienen te houden. Afwijkingen op korte termijn, dan wel op langere termijn ingeval van buitengewone omstandigheden, dienen voor de nationale overheden als mogelijkheid te blijven bestaan, doch de toepassing van dergelijke uitzonderingsposities dient tot een minimum te worden beperkt. De formulering van een Europese richtlijn voor de

omvang van nationale begrotingstekorten dient plaats te vinden op basis van financieel-economische voorwaarden die een gezonde en stabiele ontwikkeling van de Europese economie mogelijk maken.

11. Bij deze aanbevelingen voor macro-economische en monetaire coördinatie moet worden bedacht dat intussen Europese marktintegratie de eisen verlicht die aan de beleidsintegratie in de Gemeenschap worden gesteld. De regering zal zich er rekenschap van moeten geven dat bij het nastreven van de doelstellingen op het gebied van investeringen, economische groei en werkgelegenheid, de loon- en prijsvorming in een Europees kader moet worden gezien. Een aanbodversterkend beleid van Nederland dat mede is gericht op het wegnemen van rigiditeiten op de arbeidsmarkt is in deze context van toenemend belang voor de 'harmonische ontwikkeling van de economische activiteit', waarvan artikel 2 van het Verdrag van Rome spreekt.
  
12. Het is te verkiezen dat bij het streven naar een volledige economische en monetaire unie de gewenste voortgang tegelijkertijd in alle twaalf Lidstaten wordt gerealiseerd, juist vanwege de samenhang met de gemeenschappelijke markt. Het is wenselijk dat een koppeling tot stand wordt gebracht tussen EG-lidmaatschap en deelname aan het EMS-wisselkoersarrangement. Politieke tegenstellingen kunnen – gelet op de ervaringen in het verleden – echter een belangrijke rem vormen voor de snelheid waarmee een verdere Europese integratie tot stand komt. In dat geval verdient het serieuze aanbeveling bij het verdere en voor het behoud van het acquis noodzakelijke integratieproces een keuze te maken voor een Europa in twee snelheden, in plaats van zich neer te leggen bij een minieme vooruitgang of zelfs stagnatie.

# Noten

- <sup>1]</sup> Over beleidsmanie en beleidsresistentie zie b.v. H. Crombag (1986); H. van Gunsteren (1976); R. Lubbers (1984); J. Pen (1983).
- <sup>2]</sup> Zie b.v. *Rapport d'Information fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification (I) sur les résultats de projections macroéconomiques*; par M. Bernard Barbier; Sénateur, Président de la délégation, no. 39 Sénat, première session ordinaire de 1988-1989, pp. 21-29.
- <sup>3]</sup> Williamson (1987) verstaat hieronder de systematiek van de indicator die aangeeft welke beleidsaanpassingen door welke landen uitgevoerd dienen te worden.
- <sup>4]</sup> Zie de literatuurverwijzing in Knoester en Kolodziejak (1988).
- <sup>5]</sup> R.N. Cooper; in: R.W. Jones and P.B. Kenen, *Handbook of International Economics*, Amsterdam/New York, vol. 2 (1985), pp. 1229-1230.
- <sup>6]</sup> Cf. de discussie in de EG over liberalisatie versus zogenaamde derde landen ('erga omnes'-beginsel) en de onrust in met name de Verenigde Staten, Japan, en de EVA-landen over "Fortress Europe".
- <sup>7]</sup> "Voor ons land blijft daarom voorshands de beste weg de koersontwikkeling van de gulden binnen het kader van het EMS nauw te doen aansluiten bij die van de Duitse mark, enerzijds vanwege de prioriteit die beheersing van de inflatie in Duitsland heeft, anderzijds omdat Duitsland onze grootste handelspartner is". De Nederlandsche Bank (1987), Verslag van de President over 1987.
- <sup>8]</sup> Accomoderend ingeval voor Nederland het vraagmodel c.q. onderbesteding actueel is. Zie Schouten (1978).
- <sup>9]</sup> Zie o.a. Fleming (1962), Mundell (1963, 1968), Sohmen (1967).
- <sup>10]</sup> Zo is b.v. het J-curve effect niet in het FM Model opgenomen. Dit effect houdt in dat na een depreciatie de volume-aanpassing trager reageert dan de prijsmutatie, zodat de lopende rekening in eerste instantie een verslechtering ondergaat. Zie ook Niehans (1975), Dornbusch (1976a, 1976b, 1980), OECD (1984), Chouraqui et.al. (1988).
- <sup>11]</sup> Het groeicijfer dat de OESO opgeeft is 0,5%.
- <sup>12]</sup> Art. 19, lid I Grondwet; art. 20, lid I Grondwet; art. 106 Grondwet subsidiair de Muntwet 1948, de Bankwet 1948, de Wet Toezicht Kredietwezen (1978) en de Wet inzake de wisselkoers van de gulden (1978).
- <sup>13]</sup> Een negatieve positie ten opzichte van coördinatie wordt onder andere ingenomen door R. Vaubel (1983, 1986) en Feldstein (1987).
- <sup>14]</sup> Voor een inventarisatie en bespreking van deze literatuur kan men onder andere terecht bij: Artis en Ostry (1986), Fisher (1987), Kenen (1987), Cooper (1987), Fieleke (1988), Frenkel, Goldstein and Masson (1988), Horne and Masson (1988).
- <sup>15]</sup> J. Von Neuman and O. Morgenstern (1947), Nash (1950, 1951), McMillan (1986).
- <sup>16]</sup> Bryant and Portes (1987), Frankel (1987), Kolodziejak (1988).
- <sup>17]</sup> Zie Frey (1981), Borner (1981), Bonus (1982).
- <sup>18]</sup> Beleidsrelevant achten wij b.v. Giavazzi and Pagano (1986), en Edison and Tryon (1988).
- <sup>19]</sup> Tot G5 behoren de Verenigde Staten, Japan, West-Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. Voor G7 komen daar bij Italië en Canada.
- <sup>20]</sup> Voor de betekenis van de discussie tussen economen en monetaristen in het kader van de opbouw van een economische en monetaire unie kan men b.v. terecht bij J. van Esch (1975), en bij het *Werner-rapport* uit 1970.
- <sup>21]</sup> Guitian (1988), Schlüter (1989), Stoltenberg (1989).
- <sup>22]</sup> Zie ook Sénat (1987), pp. 18-19.
- <sup>23]</sup> Zie b.v. K.-O. Pöhl in de *Börsenzeitung* van 10 maart 1989.

# Geraadpleegde literatuur

Albert, M. and R.J. Ball (1983), *Towards European Economic Recovery in the 1980's*, Report presented to the European Parliament; European Parliament Working Documents 1983-1984.

Artis, M. and S. Ostry (1986), *International Economic Policy Coordination*; Chatam House Papers no. 30, Royal Institute of International Affairs, London.

Association for the Monetary Union of Europe, the (1988), *European Business and the Ecu, Results of a survey carried out by Facts et Opinions among 1036 business leaders in the European Community*; with the help of the Ecu Banking Association and the European Commission, Paris.

Ball, R.J.(1988), *After Albert and Ball; The progress of the European Community*; London Business School Discussion Paper No. 29-88, London.

Basevi, G. and F. Giavazzi (1987), 'Conflicts and Coordination in the European Monetary System', in: *Employment and Growth: Issues for the 1980s*, by A. Steinherr and D. Weiserbs (eds.), International Studies in Economics and Econometrics, Vol. 16, Dordrecht.

Begg, D. and C. Wyplosz (1987), 'Why the EMS? Dynamic Games and the Equilibrium Policy Regime'; in R. Bryant and R. Portes, *Global Macroeconomic Policy: Conflict and Coordination*, London.

Bonus, H. (1982), 'Information und Emotion in der Politikberatung – Zur politischen Umsetzung eines wirtschaftstheoretischen Konzepts'; *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 138.

Borner, S. (1981), 'Die wissenschaftliche Beratung der Politik'; in: *Nationalökonomie morgen*, door M. Timmerman (Hrsg.), Stuttgart.

Bosman, H. (1986), *De monetaire integratie van Europa. Voor morgen?*; Melkebeke-lezing, Antwerpen, 7-3-1986.

Bryant, R. and R. Portes (1987), *Global Macroeconomic Policy Conflict and Cooperation*; London.

Cecchini, P. (1988), *The European Challenge 1992. The Benefits of a Single Market*; Brussel.

Centraal Planbureau (1987), *The FREIA-KOMPAS model for The Netherlands, a quarterly model for the short and medium term*; by P. van den Berg, G. Gelauff and V.R. Okker; Occasional Paper nr. 39, The Hague.

Chouraqui, J.C., M. Driscoll and M.-O. Strauss-Kahn (1988), *The effects of Monetary Policy on the Real Sector; An overview of empirical evidence for selected OECD-economies*, OECD Department of Economics and Statistics Working Papers, no. 51, Paris.

Commission of the European Communities (1979), *The European Monetary System - Commentary, Documents, European Economy no. 3.*, july 1979.

Commissie van de Europese Gemeenschappen (1985), *De voltooiing van de interne markt: het Witboek van de Commissie aan de Europese Raad*; COM (85) 310 def., Luxemburg.

Commissie van de Europese Gemeenschappen (1988), *Voltooiing van de interne markt: een ruimte zonder binnengrenzen*; Verslag over de voortgang van de werkzaamheden overeenkomstig artikel 8B van het verdrag; COM (88) 650 def., Brussel, 17 november 1988.



- Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Economisch Jaarverslag 1988-1989, Voorbereiding op 1992*; COM (88) 591, Vol. I en II, Brussel, 22 november 1988 en 12 januari 1989.
- Commissie van de Europese Gemeenschappen, *European Economy*, div. uitgaven.
- Cooper, R. (1987), *International Economic Cooperation. Is it desirable? Is it likely?*; Lecture presented at the International Monetary Fund.
- Crijns, F.C.L.M. (1984), *Het Europese perspectief van het Nederlandse staatsrecht*; Zwolle.
- Crombag, H. (1986), 'De eeuw van het beleid'; *Intermediair* 1986, nr. 22.
- De Nederlandsche Bank (1968), *Jaarverslag 1968*.
- De Nederlandsche Bank (1985), *A quarterly model of The Netherlands Economy for Macroeconomic Policy Analysis*; Monetary Monograph nr. 2, Amsterdam.
- De Nederlandsche Bank (1988), *Verslag van de President over 1987*.
- Doorn, J.A.A. van (1983), 'Is onze gemengde economie onbestuurbaar geworden?'; in: *Met het oog op de werkelijkheid*, door A.H. Maks en E. Wester (red.), Leiden/Antwerpen.
- Dornbusch, R. (1976a), 'Exchange rate expectations and monetary policy'; *Journal of International Economics*.
- Dornbusch, R. (1976b), 'Expectations and exchange rate dynamics'; *Journal of Political Economy* 84.
- Dornbusch, R. (1980), 'Exchange rate economics: where do we stand?'; *Brookings Papers on Economic Activity* I.
- Driehuis, W., E. van Ierland and P.J. van den Noord (1983), *A sectoral model for the Netherlands Economy SECMON*; SEO, Amsterdam.
- Edison, H. and E. Fisher (1989), *A long-run view of the European Monetary System*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper no. 339, Washington D.C.
- Edison, H. and R. Tryon (1988), 'An empirical analysis of policy coordination in the United States, Japan and Europe'; in: *Economic Modelling in the OECD Countries*, by H. Motamen (ed.), London/New York.
- Edwards, S. (1984), *The order of liberalization of the external sector in developing countries*, International Finance Section, Princeton University, Essay no. 156.
- Edwards, S. and S. van Wijnbergen (1986), 'The welfare effects of trade and capital market liberalization'; *International Economic Review*, february 1986.
- Eizenga, W. (1988), *De centrale bank voor Europa*; Seminar 'De Ecu als internationaal betaalmiddel', Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Rotterdam en Beneden-Maas, oktober 1988.
- Els, P.J.A. van (1987), *Macro-economic Policy Analysis: What do we learn from Broadly Empirical Models?*; De Nederlandsche Bank Econometric Research and Special Studies Department, 8716, Amsterdam.
- Esch, J. van (1975), *Economische en Monetaire Unie*; Deventer.

Europees Parlement (1984), *Ontwerp tot Verdrag tot oprichting van de Europese Unie*, Luxemburg.

Feldstein, M. (1987), *Rethinking International Economic Coordination; A Lecture on the Occasion of the fiftieth anniversary of Nuffield College*, Oxford.

Fieleke, N. (1988), 'Economic Interdependence between Nations: Reason for Policy Coordination?'; *New England Economic Review*, May/june 1988.

Fisher, S. (1987), *International Macroeconomic Policy Coordination*, NBER Working Paper no. 2224, Cambridge (Mass.).

Fleming, J.M. (1962), 'Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates'; *IMF Staff Papers*, no. 3.

Frankel, J. (1987), *Obstacles to International Macroeconomic Policy Coordination*, IMF Working Paper WP/87/29, Washington D.C.

Frankel, J. and A. MacArthur (1987), *Political versus currency premia in international real interest differentials: a study of forward rates for 24 countries*; NBER Working Paper No. 2309.

Frankel, J. en K. Rockett (1988), 'International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree On The True Model'; *American Economic Review*, June 4, Vol. 78, No. 3.

Frenkel, J., M. Goldstein and P. Masson (1988), *International Coordination of Economic Policies: Scope, Methods, and Effects*; IMF Working Paper WP/88/53, Washington D.C.

Frey, B. (1981), *Theorie demokratischer Wirtschaftspolitik*; München.

Geelhoed, L.A. (1983), *De interveniërende staat*; 's Gravenhage.

Geelhoed, L.A. (1986), Openbare hoorzittingen over de voorbereiding op de voltooiing van de interne markt in 1992, 6 juni 1988; *Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988*, 20596.

Giaavazzi, F. and M. Pagano (1986), *The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility*; CEPR Discussion Paper no. 135, London.

Gros, D. and N. Thygesen (1988), *The EMS. Achievements, current issues and directions for the future*; CEPS nr. 35.

Guitian, M. (1988), *The European Monetary System: A Balance Between Rules and Discretion*; Part I of: Policy Coordination in the European Monetary System, IMF Occasional Paper no. 61, Washington D.C.

Gunsteren, H. van (1976), *The Quest for Control*; London.

Haavelmo, T. (1945), Multiplier effects of a balanced budget; *Econometrica* 13.

Hellman, R. (1979), *Das Europäische Währungssystem*; Baden-Baden.

*Het schip van staat. Beschouwingen over recht, staat en sturing*; door M.A.P. Bovens en WE.J. Witteveen (red.) (1985), Zwolle.

Horne, J. and P. Masson (1988), *Scope and Limits of International Economic Cooperation and Policy coordination*; IMF Staff Papers vol. 35.

Isard, P. (1989), *The relevance of Fiscal Conditions for the Success of European Monetary Integration*; IMF Working Paper WP/89/6, Washington D.C.

- Jones, R.W. and P.B. Kenen, *Handbook of International Economics* vol. 2 (1985), Amsterdam/ New York.
- Kenen, P. (1987), *Exchange Rates and Policy Coordination*; Brookings Discussion Papers no. 61, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Ketellapper, R.H. en E. Osinga (1981), 'De balanced budget multiplier in macro-economische modellen'; *Maandschrift Economie*, jaargang 45, no. 9.
- Keur, D.J. (1982), Financiële instrumenten en coördinatie van het economisch beleid als bijdragen van de Gemeenschap aan het economisch herstel, *Sociaal-Economische Wetgeving*, 30e jaargang nr.4 (april).
- Kleinheyer, N. (1987), *Die Weiterentwicklung des Europäischen Währungssystems. Überlegungen zur stabilitätsorientierten Ausgestaltung der "Zweiten Stufe"*; Berlin.
- Knoester, A. (1983), 'Stagnation and the Inverted Haavelmo Effect: Some International Evidence'; *De Economist*, vol. 131, no. 4.
- Knoester, A. (1986), 'Wisselkoersen en economische politiek'; in: *Wisselkoersen in een veranderende wereld. Préadviezen voor de Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Leiden/ Antwerpen.
- Knoester, A. (1988a), 'Supply-side Policies in four OECD Countries'; *Economic Modelling in the OECD Countries*, by H. Motamen (ed), London / New York.
- Knoester, A. (1988b), 'The Haavelmo Effect Revisited'; *Finnish Economic Papers*, vol.1, no. 1, spring.
- Knoester, A. (1989), *Economische politiek in Nederland*; Leiden/Antwerpen.
- Knoester, A. en A. Kolodziejak (1988), *Economic Growth in Europe, Japan, and the United States: Policy options for the 1990s*; Research-memorandum 8804, Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Kolodziejak, A.M.M. (1988), *Meerlandenmodellen met betrekking tot de Europese Gemeenschap*; Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Koopmans, T. (1980), 'De Europese Gemeenschappen en het Nederlands staatsbestel'; *RMTh* 1980.
- Kortmann, C.A.J.M. (1981), *Elefantiasis: beschouwingen over een zieke staat*; Deventer.
- Krugman, P. (1985), 'Economic integration in Europe: some conceptual issues'; in: *Efficiency, stability and equity. A strategy for the evolution of the economic system of the European Community*, A report by T. Padoa-Schioppa, European Perspectives Series, Brussel.
- Kuipers, S.K., B.W.A. Jongbloed, G.A. Kuiper en E. Sterken (1988), *CESAM, het CCSO-jaarmodel van de Nederlandse economie*; Groningen.
- Kydland, F.E. and E.C. Prescott (1977), 'Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans'; *Journal of Political Economy*.
- Kyriazis, N. and N. Chryssanthou (1986), *US-EC Monetary Relations*; Secretariat of the European Parliament, Directorat General for Research, Economic Series no. 8, Luxembourg.
- Louw, A. (1988), *Het belang van de Ecu bij de inwerkingtreding van de Europese interne markt in 1992*; Seminar 'De Ecu als internationaal betaalmiddel', Rotterdam.

- Lubbers, R. (1984), *Vermeende beleidsresistentie en 'scheppende ontwikkeling'*; Lezing bij gelegenheid van de opening van het Academisch Jaar en de start van de Economische Faculteit aan de Rijksuniversiteit Limburg, 4-9-1984.
- Macedo, J. Braga de (1985), 'Experiencias de Liberalizaçao do Mercado de Capitais: relevancia para o caso Português'; in: *A reforma do mercado de capitais*, IPSD, Lissabon.
- Macedo, J. Braga de (1988), 'Perspectives on financial liberalization in the newly integrating countries of the European Community'; *European Economy - Creating a European financial area*, Vol. 36, May.
- McMillan, J. (1986), *Game Theory in International Economics; Fundamentals of pure and applied economics*; vol. I, International trade section, Chur.
- Melitz, J. (1986), *The prospect of a depreciating dollar and possible tension inside the EMS*; Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers no. 279, Washington D.C.
- Muijzers, A. (1989), *Het EMS en de Interne Markt. Over symmetrie van monetair beleid en de Europese integratie*; Nijmeegse Studies nr. 14, Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Müller, L. (1989), 'Stufenplan für eine europäische Währungsintegration'; *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 6/1989.
- Mundell, R.A. (1963), 'Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates'; *Canadian Journal of Economics*.
- Mundell, R.A. (1968), *International Economics*; New York.
- Nash, J. (1950), 'The bargaining problem'; *Econometrica*, 18.
- Nash, J. (1951), 'Non-cooperative games'; *Annals of Mathematics*, 54.
- Niehans, J. (1975), 'Some doubts about the efficacy of monetary policy under flexible exchange rates'; *Journal of International Economics*.
- Noord, P.J. van den (1987), *The SEO econometric model of the Netherlands Economy (SECMON)*; SEO, Amsterdam.
- OECD (1984), *Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy*; Monetary Studies Series, Paris.
- OECD (1987), 'Statistiques Rétrospectives 1960-1985'; *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris.
- Okker, V.R. (1987), *The CPB econometric model of The Netherlands Economy (FREIA-KOMPAS '85)*; The Hague.
- Okker, V.R. and W.B.C. Suyker (1985), *Assessing foreign influences on the dutch economy, BUMO, An experimental modelling approach*; CPB Onderzoeksmemorandum no. 4.
- Oudiz, G. and J. Sachs (1984), 'Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Countries'; *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, The Brookings Institution, Washington.
- Padoa-Schioppa, T. (1985), *Money, Economic Policy and Europe*; European Perspectives Series of the Commission of the European Communities, Brussel.
- Padoa-Schioppa, T. et. al. (1987), *Efficiency, Stability and Equity, A Strategy for the Evolution of the Economic system of the European Community*; Oxford.

- Pen, J. (1983), 'De rechten van de homo politicus en de plichten van de wetenschap'; in: *Met het oog op de werkelijkheid*, door A.H. Maks en E. Wester (red.), Leiden/Antwerpen.
- Pöhl, K.-O. (1988), 'Ein europäisches Notenbanksystem ist nur föderalistisch strukturiert vorstellbar'; *Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung* 30/31-12-1988, Düsseldorf/Frankfurt.
- Pöhl, K.-O. (1989), 'Vom Währungssystem zur Währungsunion'; *Börsenzeitung*, 10-3-1989.
- Rapport d'Information fait au nom de la Délégation du Sénat pour la planification (1) sur les résultats de projections macroéconomiques*; par Bernard Barbier, Sénateur, Président de la délégation, no. 39, Sénat, première session, ordinaire de 1988-1989.
- Rapport d'Information fait au nom de la Mission d'Information (1) désignée par la Commission des Affaires Economiques et du Plan (2) chargée d'étudier les conséquences pour l'économie française de l'achèvement du marché intérieur européen en 1992*; par Jean François-Poncet et Bernard Barbier, Sénateurs, no. 59, Sénat, première session ordinaire de 1988-1989.
- Rodrik, D. (1984), *Why the simultaneous liberalization of the current and capital account might be recessionary*; Princeton University.
- Sachs, J. and C. Wyplosz (1986), 'The Economic Consequences of President Mitterand'; *Economic Policy* 2, April.
- Scharrer, H.-E. und W. Wessels (1983), 'Eine Zukunft für das EWS? Optionen künftiger Währungspolitik der Gemeinschaft'; in: *Das Europäische Währungssystem. Bilanz und Perspektive eines Experiments*, door H.-E. Scharrer und W. Wessels (Hrsg.), Bonn.
- Schlüter, P.-W. (1989), *10 Jahre Europäisches Währungssystem*; Deutsche Bundesbank, Heft 108, Frankfurt.
- Schouten, D. (1978), *Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen*; Præadviezen Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden/Antwerpen.
- Schouten, D. (1981), *Macht en Wanorde*; Leiden/Antwerpen.
- Schouten, D. (1986), *Het wankende evenwicht in de economie (Coordination versus fragmentation of national and international economic policies)*; Leiden/Antwerpen.
- Sénat (1987), Délégation Parlementaire pour les Communautés Européennes no. 182/87, *La libération des mouvements de capitaux et l'intégration financière de la Communauté Européenne*, Rapport par Guy Cabanel, Sénateur, Paris, le 21 octobre 1987.
- Smulders, A.A.J. (1984), *Internationaal stimuleringsbeleid*; Tilburg.
- Sohmen, E. (1967), 'Fiscal and monetary policies under alternative exchange rate systems'; *Quarterly Journal of Economics* 81.
- Stabilität durch das EWS? Koordination und Konvergenz im Europäischen Währungssystem*; door H.-E. Scharrer und W. Wessels (Hrsg.), Bonn, 1987.
- Steinherr, A. (1987), 'Nutzen und Grenzen einer Koordinierung der Wirtschaftspolitik im EWS'; in: *Stabilität durch das EWS? Koordination und Konvergenz im Europäischen Währungssystem*, door H.-E. Scharrer und W. Wessels (Hrsg.), Bonn.
- Steinherr, A. and G. de Schrevel (1987), *Liberalization of financial transactions in the Community with particular reference to Belgium, Denmark and the Netherlands*; Katholieke Universiteit Leuven.

- Stoltenberg, G. (1989), Zehn Jahre Europäisches Währungssystem – Bilanz einer erfolgreichen Zusammenarbeit; *Die Welt*, 13. März 1989.
- Szász, A. (1986), 'Internationale beleidscoördinatie'; Voordracht ter gelegenheid van het 50-jarig bestaan van Beleggingsmaatschappij OBAM N.V., Amsterdam, 31 oktober 1986, zoals weergegeven in: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalberichten* 1986/3.
- Szász, A. (1988), *European monetary integration beyond 1992*; European Finance Symposium, Antwerpen, 4-11-1988.
- Ter Kuile (1988), B.H., Openbare hoorzittingen over de voorbereiding op de voltooiing van de interne markt in 1992, 6 juni 1988; *Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988*, 20596.
- Tobin, J. (1987), 'Agenda for International Coordination of Macroeconomic Policies'; in: P. Volkens e.a., *International Monetary Cooperation: Essays in Honor of Henry C. Wallich*, Essays in International Finance no. 169, Princeton (N.J.).
- Uyl, J.M. den (1986), 'Kiezen voor democratisch gecontroleerde sturing'; in: *Sturing van de samenleving. Conferentie over 'Het schip van staat'*, door M.A.P. Bovens, W. Derksen en W.J. Witteveen (red.), Zwolle.
- Vaubel, R. (1981), 'Logische Implikationen und Anreizwirkungen des Europäischen Währungssystems'; *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 1/1981.
- Vaubel, R. (1983), 'Coordination or Competition Among National Macroeconomic Policies?'; in: *Reflections on a Troubled World Economy*, door F. Machlup et. al. (eds.), London.
- Vaubel, R. (1986), *Internationale coördinatie van beleid*; Rotterdamse Monetaire Studies.
- Von Neuman, J. and O. Morgenstern (1947), *The Theory of Games and Economic Behaviour*; Princeton (N.J.).
- Wallich, H. (1984), 'Institutional Cooperation in the World Economy'; in: *The World Economic System: Performance and Prospects*, door J. Frenkel and H. Musson (eds.), Dover (Mass.).
- Werner-rapport, Verslag aan de Raad en aan de Commissie van 8 oktober 1970 betreffende de verwezenlijking in etappes van de Economische en Monetaire Unie in de Gemeenschap, Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen, 1970, nr. C 136/1.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (1986), *De onvoltooide Europese integratie*, rapport nr. 28, 's Gravenhage.
- Whitehead, A. (1964), *Science and the Modern World*; New York.
- Williamson, J. (1985), *The Exchange Rate System*; Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics no. 51, Washington D.C.
- Williamson, J. (1987), *Options for Improving the International Coordination of Economic Policies*; Marcus Wallenberg Papers on International Finance, International Law Institute, Georgetown University, Washington D.C.
- Williamson, J. and M. Miller (1987), *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*; Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics 22, Washington D.C.
- Ypersele, J. van, and J.-C. Koeune (1985), *The European Monetary System; Origins, Operations and Outlook*; European Perspectives Series, Luxemburg.

Zijlstra, J. (1966), *Economische politiek en concurrentieproblematiek*; Serie 'Concurrentie' nr. 2, Brussel.

# **Towards monetary integration in Europe**

**3**

F. van der Ploeg



# Contents

<b>3.1</b>	<b>Introduction</b>	<b>83</b>
<b>3.2</b>	<b>International exchange rate regimes</b>	<b>84</b>
<b>3.3</b>	<b>Analysis of floating exchange rates</b>	<b>85</b>
3.3.1	The recent era of floating exchange rates	85
3.3.2	International coordination of monetary policies	85
3.3.3	International coordination of fiscal policies	86
3.3.4	Expectations, credibility and counterproductive policy coordination	87
<b>3.4</b>	<b>Analysis of managed exchange rates under hegemony</b>	<b>88</b>
3.4.1	The Gold Standard	88
3.4.2	The Bretton-Woodssystem	88
3.4.3	The European Monetary System	89
3.4.4	Germany hegemony and coordination of monetary policies	91
3.4.5	Coordination of fiscal policies and the European Monetary System	92
<b>3.5</b>	<b>Analysis of symmetric regimes of fixed and managed exchange rates</b>	<b>93</b>
3.5.1	Towards full monetary union in Europe	93
3.5.2	McKinnon's proposal for Europe	95
3.5.3	Williamson's proposal of target zones for real exchange rates adapted for Europe	95
3.5.4	International coordination of monetary policies under fixed exchange rates	97
3.5.5	Coordination of fiscal policies under a European Monetary Union	98
3.5.6	Interactions between a European Monetary Union and the United States	99
<b>3.6</b>	<b>Harmonisation, convergence and coordination of economic policies</b>	<b>100</b>
<b>3.7</b>	<b>Assessment of the case for European monetary integration</b>	<b>101</b>
	<b>Notes</b>	<b>104</b>
	<b>References</b>	<b>105</b>

### 3.1 Introduction

The problems of macro-economic policy coordination and monetary integration have become a major concern for the European economies in recent years and years to come. The late seventies have seen the advent of the European Monetary System, which has been reasonably successful in achieving convergence to low inflation rates throughout Europe. However, many commentators have expressed concern about the relative tight fiscal stance in Europe and the relatively loose fiscal stance in the United States during the eighties. This has been very bad for European unemployment and it is important to understand why European governments have been so reluctant to expand demand and fight unemployment. Partially, this is due to the lack of effective policy coordination between Europe and the United States, especially when one takes account of the oil-price shocks hitting Europe much harder than the United States and of the high degree of wage indexation in Europe (e.g., Branson and Rotemberg, 1980; Bruno and Sachs, 1985; Van der Ploeg, 1987a). However, one could seriously ask whether the European Monetary System itself imparts a deflationary bias in the fiscal stance of European governments. Since Germany plays such an important role in the European Monetary System in the sense that it has an independent monetary policy whilst the other European governments peg their currency to the Deutschmark, one can ask whether this German hegemony in monetary policy implies that Germany is less concerned about increasing its fiscal stance in the face of unemployment than the rest of Europe. Germany may have an incentive to gain competitiveness at the expense of the rest of Europe by having a tighter fiscal stance than the rest of Europe and benefitting from the looser fiscal stances elsewhere. This seems to be, apart from the prestige and implied autonomy, the main benefit of the European Monetary System for Germany. The main benefit for the rest of Europe may be that by pegging their exchange rate to the Deutschmark, they gain the credibility of the Bundesbank and thus obtain low inflation. Dornbusch (1987) argued that attempts to fix nominal exchange rates in Europe are not a good idea; instead a 'crawling peg' to allow for inflation differentials between northern Europe and southern Europe seems desirable.

Nevertheless, there is much discussion in the press and business community on the desirability and feasibility of establishing a European Central Bank and one European currency. The Delors committee is investigating these issues and will soon report on the desirability of a European Central Bank. Such a trend towards monetary integration need not imply that national currencies would disappear altogether, because they could co-exist with the new European currency. Many countries, especially Italy, have warned that they do not want a European Central Bank to be a larger version of the Bundesbank. In other words, a European Central Bank must operate as a symmetric exchange rate system with all countries having a say on how European monetary policy is set. This is quite unlike the European Monetary System, which so far has operated as an asymmetric exchange rate system with German hegemony. Important policy questions are what monetary unification in Europe implies for fiscal policy. Do the gains arising from exchange rate stability, from a common currency and from increased credibility outweigh any possible losses from macro-economic inefficiencies? There is not only monetary integration but also integration of markets for goods and factors in Europe and it is important to know the implications for fiscal and monetary policies. More generally, important policy questions are:

- (i) Does increased monetary integration in Europe imply more or less need for European coordination of macro-economic policies?
- (ii) What are the implications of monetary integration for the effectiveness of monetary and fiscal policies?
- (iii) What institutions are needed to guarantee the coordination of monetary and fiscal policies?

- (iv) What are the implications of the completion of a European Common Market ('1992') for coordination and/or convergence of fiscal and monetary policies in Europe?
- (v) Is German hegemony a good or a bad thing?
- (vi) Is coordination of fiscal policies within a European Monetary Union always a good thing when policies between Europe and the United States are not coordinated?
- (vii) Does the liberalization of international markets for financial assets in Europe lead to more speculative attacks and thus hinder the process of monetary integration?
- (viii) Is the loss of seigniorage revenues a persuasive argument against monetary union?

This essay on macro-economic policy coordination and monetary integration in Europe addresses most of these policy issues and also investigates the scope for international policy coordination under floating exchange rates in order to have a benchmark for comparison.

### 3.2 International exchange rate regimes

For analytical purposes, at least three international exchange rate regimes can be distinguished: (i) floating exchange rates; (ii) fixed exchange rates; and (iii) managed exchange rates. Floating exchange rates mean that all exchange rates adjust immediately to keep all the balances of payments in equilibrium at each point of time. This is called a 'clean float'. It means that each country has full control of its own money supply, as foreign reserves do not affect the money supply, and can therefore insulate its (long-run) inflation rate from the rest of the world.

Under fixed exchange rates each country pegs its exchange rate to the price of a reserve asset (such as the price of gold under the Gold Standard) or to the currency of a reserve-currency country (such as the US under Bretton Woods and, perhaps, such as Germany under the European Monetary System). This means that each country loses control of its money supply, because now foreign reserves are used to peg the exchange rate and these affect the money supply of the country concerned. For example, if there is a balance-of-payments deficit and thus pressure for the currency to depreciate, the central bank must defend the currency by selling foreign reserves in exchange of own currency and this reduces its money supply. Hence, under fixed exchange rates the change in the money supply is given by domestic credit expansion plus the balance of payments. There is, of course, an automatic tendency for the balance of payments to clear even under fixed exchange rates. This is called the classical specie-flow mechanism. When there is a deficit, the money supply of the country concerned falls so that aggregate demand and imports fall and therefore there is a tendency for the balance of payments to clear over time even in the absence of policy action. Also, the contraction in the money supply may lead to a rise in interest rates and an inflow of capital which helps to eliminate the deficit. Sometimes central banks do not like the inflationary consequences of a balance-of-payments surplus and therefore they sterilize the surplus with an open-market operation. In other words, the government sells bonds to the private sector and this exactly off-sets the increase in the money supply arising from the balance-of-payments surplus. Under a symmetric regime of fixed exchange rates there is an outside reserve asset and each country fixes the value of its currency vis-à-vis the reserve asset. Alternatively, there is a monetary union with irrevocably fixed exchange rates and a common central bank that determines the world money supply. It is clear that a regime of fixed exchange rates leads, at least in the long run, to a common rate of inflation for all countries.

The third regime corresponds to managed exchange rates. The European Monetary System with periodic realignments of the currency is an example of such a regime. The balance of payments is not in equilibrium all the time and exchange rates are not irrevocably fixed, so that one could also sometimes refer to such a regime as a 'dirty float'.

### **3.3 Analysis of floating exchange rates**

#### **3.3.1 The recent era of floating exchange rates**

In the late sixties and early seventies Bretton Woods (see Section 3.4.2) fell apart and an era of floating exchange rates commenced (see Tew (1988) for a detailed historical and institutional account of this period). The end of Bretton Woods was mainly a result of the breakdown of the Smithsonian agreement to correct the US trade deficit by a devaluation of the dollar. Under a 'clean float' the balance of payments of each country is always in equilibrium and no country has an exclusive right to issue international currency. Hence, the demand for international currencies by central banks is minimal and there is no longer any conflict over the asymmetric distribution of seigniorage gains (even though each central bank can extract some seigniorage revenues from the demand for their own national currency). Each central bank can conduct a more or less independent monetary policy and eventually insulate its inflation rate from inflation in other countries, which is at the expense of more exchange rate volatility. In practice, the recent era of floating exchange rates more closely resembles a 'managed float' than a 'clean float' as can be seen from the huge interventions by the national central banks. This can also be seen from the coordinated fall in the dollar subsequent to the New York Plaza Summit in September 1985. The era of coordinated exchange rate management has been continued with the Tokyo Summit in May 1986, the Louvre Accord in February 1987 and the Venice Summit of June 1987. The Louvre Accord saw imbalances in current accounts arising from imbalances in fiscal policies, so it promised coordinated exchange rate management, unfortunately, without monetary consensus (PPC, 1988)

#### **3.3.2 International coordination of monetary policies**

One would think that under a clean float there is no need for individual governments to coordinate their monetary policies, because each country has equilibrium in the balance of payments and can conduct an independent monetary policy in the sense that its inflation rate is given by its excess rate of growth in domestic credit expansion. However, this view is fallacious as it only holds in an ideal world which is not plagued by an inadequate level of capital accumulation and by wide-spread unemployment.

Let us first concentrate on the international aspects of capital accumulation and aggregate supply under a clean float (see Van der Ploeg, 1987b). Because financial markets in the world economy are nowadays highly integrated, international movements in bonds ensure that the real returns on home and foreign bonds are arbitrated away and that we can talk of a common world real interest rate. This leads to the interdependent Mundell-Tobin effect, which says that an increase in home monetary growth leads to an equal increase in home inflation, a less than proportionate increase in the home nominal interest rate, a fall in the world real interest rate and thus to an increase in investment and capital accumulation throughout the world. The policy dilemma for each central bank is that a low monetary growth is desirable for it means low inflation whilst a high monetary growth is desirable for it means a high capital stock. A cut in monetary growth is a beggar-thy-neighbour policy, because it raises the world real interest rate and thus depresses capital accumulation abroad without affecting inflation abroad. It follows that lack of international policy coordination leads to a stale-mate, because none of the central banks wants to carry

the full burden of higher inflation associated with doing the public good of reducing the world real interest rate and boosting world activity. In other words, the positive externality associated with an increase in inflation is not internalized. Hence, non-cooperation leads to too low inflation rates, excessive real interest rates and too low levels of activity throughout the world. One of the advantages of a regime of fixed exchange rates, or a monetary union, is that such an international coordination problem cannot occur, because then there is a common inflation rate throughout the world and thus the costs as well as the benefits of reducing the world real interest rate are shared by all the countries concerned.

Let us now concentrate our attention on the international aspects of the short-run problem of unemployment, aggregate demand and the real exchange rate. We will assume that rigid and too high nominal wages combined with a lack of effective demand are the main causes of unemployment. The standard Mundell-Fleming model with perfect capital mobility, labour immobility and imperfect substitution between home and foreign goods is then applicable. A monetary expansion at home boosts aggregate demand and employment and exerts a downward pressure on home interest rates. This leads to incipient capital outflows, which are choked off by a depreciation of the real exchange rate. This boosts net exports of the home country, so that the effects of home monetary expansion on home employment and output are magnified and on foreign employment and output are negative. Hence, in contrast to before, a monetary expansion is a beggar-thy-neighbour policy as far as employment and output is concerned. Since a monetary expansion is associated with a depreciation of the exchange rate, it leads to an increase in the cost of living at home and a fall in the cost of living abroad. Hence, as far as inflation is concerned, a monetary expansion has a beneficial effect abroad. It will be assumed that each country wishes on the one hand to reduce unemployment and on the other hand to decrease inflation in the cost of living. It then follows that in the absence of international policy coordination each country has a too tight monetary stance leading to unemployment throughout the world, effectively because each central bank attempts to export inflation abroad by appreciating its exchange rate. Coordination realizes that such competitive appreciations are futile and thus leads to looser monetary policies which achieve full employment (also see Oudiz and Sachs, 1984; Canzoneri and Henderson, 1987). In the seventies inflation was a serious problem throughout the Western world and, not surprisingly, many central banks engaged in monetary disinflation (witness the Medium Term Financial Strategy announced by Mrs. Thatcher in 1979). One finds that lack of coordination leads to excessively fast disinflation, because the adverse effects of foreign inflation are not internalized (see the papers by Oudiz and Sachs and by others in Buiters and Marston, 1985). One of the main advantages of a regime of fixed exchange rates or, even better, of a monetary union, as far as macro-economic policy is concerned, is that international conflicts about the exchange rate and exporting inflation are avoided. In other words, fixing exchange rates may be viewed as a (partial) substitute for international policy coordination. Naturally, when all markets clear or when wages are fully indexed to the cost of living, monetary policy has no real effects and thus there is no need for international policy coordination even under a clean float.

### **3.3.3 International coordination of fiscal policies**

Let us now continue with the international aspects of fiscal policy and the short-run problem of fighting unemployment in an interdependent world with floating exchange rates. Within the same Mundell-Fleming framework used above, it is well-known that a bond-financed fiscal expansion (an increase in government spending or a cut in taxes) is a locomotive policy. The reason is that a fiscal expansion leads to an initial boost of employment and output and to an upward pressure on interest rates. The incipient capital inflows lead to an appreciation of the exchange rate, which leads to a fall in net exports and thus

some crowding out of the initial gains in employment and output and to a fall in the cost of living. As far as abroad is concerned, there is a boost in activity (despite the fall in consumption and investment arising from a higher interest rate) and an increase in the cost of living. The policy dilemma of each government is that they want a high level of government spending in order to reach full employment, boost real income and cut the cost of living, but that they want a low level of government spending in order to achieve budgetary balance for sound reasons of public finance. It follows that a right-wing Treasury responds to a fiscal contraction abroad with a fiscal contraction whilst a left-wing Treasury responds with a fiscal expansion. The reason is that a foreign fiscal contraction increases unemployment and reduces real income and the cost of living; a right-wing (left-wing) Treasury cares relatively more about the cost of living (unemployment) and thus dampens (boosts) demand. It follows that, in the absence of international policy coordination, right-wing (left-wing) Treasuries tend to have a too loose (too tight) fiscal stance relatively to the cooperative outcome and therefore end up with excessively large levels of employment and output and too high rates of interest (end up with unemployment). The reason is that right-wing (left-wing) governments do not internalize the adverse effects of a fiscal expansion on the foreign cost of living (the beneficial effects on foreign employment). International policy coordination would thus lead to right-wing (left-wing) governments to tighten (loosen) their fiscal stance.

### 3.3.4 Expectations, credibility and counterproductive policy coordination

Most policymakers and economists are of the opinion that international policy coordination is never a bad thing. However, this view is fallacious as it is easy to think of cases where coordination worsens welfare. One of the main reasons is that international policy coordination can worsen the credibility problems of the central banks vis-à-vis private sector agents and can therefore be counterproductive. This paradox easily arises within the context of a Keynesian multi-country model with short-run nominal wage rigidity and exchange rate expectations (Rogoff, 1985). Central banks have an incentive to renege on previously announced plans by imposing an unanticipated increase in the money supply, because this leads to higher prices, erodes the real value of the predetermined nominal wage and thus boosts employment and output. Under non-cooperation there is a disincentive to renege, because the associated depreciation of the exchange rate leads to inflation costs which do not occur under international policy coordination. Hence, international policy coordination destroys the incentive to renege, i.e., the discipline device of central banks, and thus leads to higher inflation and lower welfare for all countries concerned. Another way of looking at this paradox is that there are really three players, viz. the central banks at home and abroad and the private sector, and that a coalition among a sub-set of two players, the two central banks, can worsen the game with the third player, the private sector.

This paradox does not only arise in a world plagued by short-run unemployment, but also occurs in a long-run world with full employment and clearing of all markets (Van der Ploeg, 1988). The time inconsistency now has a public-finance interpretation, because governments may levy a surprise inflation tax and use the seigniorage revenues to cut distortionary taxes and raise spending on public goods. The first-best optimum serves as a benchmark and is characterised by (i) a unit marginal rate of substitution between home and foreign consumption of home, public and foreign goods, (ii) zero tax distortions, and (iii) Friedman's Optimum Quantity of Money, but cannot be attained in market economies. Credibility problems arise in market economies, because the price level depends on expectations about future monetary policy. The rationale behind the incentive to renege and to implement a surprise inflation tax is that the increase in seigniorage revenues permits a cut in distortionary taxes, leading to more employment, and an increase in government spending, both of

which increase welfare. The time inconsistency arises despite the fact that public and private preferences coincide. An increase in the home tax rate or level of public spending leads to a trade surplus, which is choked off by an appreciation of the real exchange rate. This reduces foreign consumption of home goods and thus worsens foreign welfare. This externality is not internalized when there is a lack of international policy coordination, hence there will be distortionary taxes and thus employment and consumption will be less and public spending will be higher than in the cooperative outcome. However, holdings of real money balances will be higher because there are less credibility problems associated with the levy of surprise inflation taxes under international policy coordination. The reason that international coordination leads to higher inflation and lower money balances is that cooperation destroys a discipline device as the exchange rate is unaffected. Hence, international policy coordination is counterproductive when the adverse welfare effects of excessive monetary growth outweigh the beneficial welfare effects of no tax distortions and optimal provision of public goods.

The point of the above discussion is that international policy coordination can be counterproductive, because it increases the incentive to levy unanticipated inflation taxes. However, a European Monetary Union with irrevocably fixed intra-European exchange rates, and to a lesser extent the European Monetary System, avoids these credibility problems altogether and this is indeed an attraction of such a system. A disadvantage of European Monetary Union is that the scope for seigniorage revenues is much less, so that the public-finance case for international policy coordination becomes more relevant.

### **3.4 Analysis of managed exchange rates under hegemony**

#### **3.4.1 The Gold Standard**

This exchange rate regime was applicable before World War I. Each country pegs its currency to the price of gold, so that the classical specie-flow mechanism eventually restores equilibrium in the balance of payments. A deficit implies an outflow of gold, which leads to a contraction in the domestic money supply and thus to a fall in income and the price level. This cuts imports and restores equilibrium. Similarly, a surplus on the balance of payments leads to an inflow of gold, which increases domestic income, prices and imports. A return to the gold standard implies the removal of national currencies as international mediums of exchange. Although one would expect such a return to the gold standard to improve credibility, to remove the incentive to levy inflation taxes and thus to reduce world inflation, this may not be the case. The point is that the price of gold and thus world inflation would rise as the demand for gold increases. This also leads to capital gains for the main gold-producing countries, South Africa and the USSR, and for countries holding large stocks of gold. When discussing the benefits and costs to the United States of a return to the gold standard, one needs to compare the capital gains on holding gold with the loss in seigniorage revenues (Hamada, 1985, Chapter 2).

In theory the Gold Standard operated as a symmetric system with fixed exchange rates and monetary expansion in each country being fixed by the rate of gold mining. In practice, the Gold Standard operated from 1870-1914 as an asymmetric system with UK hegemony in the sense that the UK effectively determined world interest rates.

#### **3.4.2 The Bretton-Woodssystem**

The numeraire of Bretton Woods was gold, so that in principle all currencies had a given price in terms of units of gold. This means that by changing the gold prices of the various currencies one could affect all the countries' exchange rates in an independent fashion. However, the dollar price of gold has very

much been fixed throughout the Bretton Woods period (1945-1968) and indeed a fixed dollar price of gold has been regarded as the foundation of Bretton Woods. Many of the countries other than the US have changed from time to time their currency price of gold and thus their dollar exchange rate during the Bretton Woods period. For example, one can think of the revaluation of the Deutschmark and Dutch guilder in 1961 and of the devaluation of the UK pound in 1967. Bretton Woods can be regarded as an asymmetric system of fixed (but from time to time adjustable) exchange rates where the US performs the role of the reserve-currency country. In other words, Bretton Woods is characterised by a US hegemony. This means, as far as the European economies are concerned, that any devaluation of the dollar, i.e. increase in the dollar price of gold, would be matched immediately by an equal percentage devaluation of all European currencies, i.e. by equal percentage increases in the European currencies' prices of gold.

Bretton Woods operated both as a gold standard and as a dollar standard in the sense that the dollar was used to settle international transactions. Because the United States was the only country to issue international currency, it occupied a special position under Bretton Woods. This meant that under Bretton Woods the United States benefited from the right to print money and raise seigniorage revenues. Similarly, the United States was able to finance its deficits on the current account of the balance of payments by printing money and in this way was able to obtain a real transfer of purchasing power from abroad. However, the United States being the reserve-currency country under Bretton Woods was obliged to hold a substantial stock of gold and to maintain the value of the dollar. This limited the scope of monetary policy. In addition, the United States probably only gained the normal return for its services of short-term borrowing and long-term lending to the rest of the world. In that sense, the United States could be considered as an international financial intermediary or world banker and probably was not able to extract that many seigniorage revenues. Of course, the United States could with an expansionary monetary policy increase world inflation and thus extract an inflation tax from the rest of the world through unanticipated losses in the real purchasing power of dollar-denominated assets held by the rest of the world.

In 1968 the gold pool was abandoned, so that Bretton Woods operated as a straightforward dollar standard.

### 3.4.3 The European Monetary System

The dollar floated freely after Bretton Woods until the start of coordinated exchange rate management in 1985 and rose by about 50% in effective terms over a period of five years. This put a lot of strain on intra-European exchange rates, so the European Monetary System was founded in 1979 (Ludlow, 1982) in order to attempt to stabilize intra-European exchange rates by agreeing on central rates in terms of a composite European currency, called the Ecu, and on bands of fluctuation of 2¼% (and 6% at times for Italy). There have been about a dozen realignments since the start of the European Monetary System; the Deutschmark and the Dutch guilder have become stronger whilst the Italian lira has become weaker. In theory the European Monetary System was designed to be symmetrical with a 'divergence indicator' created specifically for this purpose. However, in practice the European Monetary System has very much operated as an asymmetric exchange rate system characterised by German hegemony (see Giavazzi and Giovannini, 1989). To be precise, Germany was able to set monetary policy for Europe as a whole whilst the other European countries pegged their exchange rates to the Deutschmark and the European Monetary System can (like the 'snake') be seen as a greater Deutschmark zone. The incentives for Germany of such an asymmetric arrangement are (i) prestige, (ii) an independent domestic monetary policy, (iii) an ability to shift the burden of increasing its fiscal stance and of increasing employment and



output throughout Europe to the other European countries, and (iv) an ability to gradually improve competitiveness (see Melitz, 1988b). The incentive for the other European economies is that, by pegging their exchange rate to the Deutschmark and giving up an independent monetary policy, they 'buy' the credibility of the Bundesbank and thus obtain a lower inflation rate than they would have done otherwise (Giavazzi and Pagano, 1986; Melitz, 1987, 1988b). The point is that, if central banks face a credibility problem vis-à-vis their private sector, they may announce a tight monetary policy in order to induce workers to settle for low wages, but once workers are locked into their contracts it pays to renege and have a loose monetary policy. When countries can credibly peg their exchange rate to the Deutschmark, they avoid such credibility problems and therefore obtain a lower inflation rate. Germany is, of course, assumed to have a larger aversion to inflation than the rest of Europe and/or have a more credible or conservative central bank. However, it should be pointed out that, unless exchange rates are irrevocably fixed, countries other than Germany still have an incentive to engage in a surprise devaluation vis-à-vis the Deutschmark (Horn and Persson, 1988).

Capital controls offered, mainly, France and Italy, the opportunity to peg their exchange rate without giving up their freedom to set domestic interest rates, but capital controls may be difficult to enforce and have also other costs. Capital controls have also been used by France and, particularly, by Italy to attempt to prevent speculative attacks on their currency when the public anticipates a devaluation. Belgium obtained a stable exchange rate as well as some financial autonomy by having dual exchange rates, that is one fixed exchange rate for international trade in goods and services and another floating exchange rate for international trade in financial assets. However, such a dual exchange rate system only works within limited bands.

The European economies have agreed to abolish all restrictions on movements of financial assets within Europe, but it is not clear that this will be feasible as long as full monetary union is not achieved. The point is that capital controls have been used to prevent balance-of-payments crises and speculative attacks on the currency. For example, if it is anticipated that the lira will be devalued, then before this occurs foreign reserves of the Banca de Italia will be bought up and liras will be sold in order to avoid a capital loss. Italy can use capital controls to fend off such an attack. Unless Europe moves from a system of managed exchange rates to a system of irrevocably fixed exchange rates (as would be the case under a European Monetary Union) governments may be tempted to use capital controls.

Dornbusch (1987) has criticized three elements, related to the desirability and feasibility of a high degree of nominal exchange rate rigidity in Europe, of the European Monetary System. Firstly, he sees no need why inflation rates in southern Europe should have to converge to the near-zero inflation rate reached in Germany, particularly as this would result in a problem about the sustainability of public debt. This concern is quite separate from the bad effects on unemployment. Secondly, he is concerned about the aim of full liberalization of international movement in financial assets without more flexibility in the (dual) exchange rate for financial transactions. Thirdly, the dollar may have to fall a further 20-30% before global imbalances in current accounts are removed and he feels this may strain the cohesiveness of the EMS currencies. This leads Dornbusch to advocate a 'crawling peg' with frequent realignments between the northern and southern currencies of Europe in order to stabilize competitiveness for the 'commercial' exchange rate, whilst the exchange rate for financial transactions would float and not be restricted by intervention limits. He may be right in that this may increase the chances of widening exchange rate management in Europe.

#### 3.4.4 German hegemony and coordination of monetary policies

The European Monetary System effectively operates as a greater Deutschmark zone. This implies that the Bundesbank chooses the money supply whilst the other central banks of Europe peg their exchange rates to the Deutschmark and effectively have very little control of their money supplies. For example, if the Netherlands have a balance-of-payments deficit, there is pressure on the guilder to depreciate so that De Nederlandsche Bank sells foreign reserves and buys up guilders in order to defend the guilder and to meet the demand from importers. It follows that, as long as there is no sterilization (a purchase of bonds by De Nederlandsche Bank), the Dutch money supply falls to the extent of the balance-of-payments deficit and thus has become endogenous. Hence, it is very difficult for De Nederlandsche Bank to conduct an independent monetary policy from the Bundesbank. The macro-economic trade-offs and international spill-over effects for unemployment are very different under managed rather than under floating exchange rates. An increase in the German money supply leads to equal increases in the money supplies of the other European countries and thus to a greater fall in interest rates. The reason is that the non-German central banks are defending themselves against an appreciating currency by buying up foreign reserves and selling their own currency. Since the fixed intra-European exchange rate implies that there is no net effect on net exports arising from changes in relative prices, it is clear that employment throughout Europe increases due to the increase in consumption and investment arising from lower interest rates in Europe. Hence, a monetary expansion in Germany is, as far as employment and output is concerned, a locomotive (rather than a beggar-thy-neighbour as in Section 3.3.2) policy.

A devaluation of a non-Germany currency improves net exports to Germany and thus boosts non-German employment and output and depresses German employment and output, so that from this point of view it is a beggar-thy-neighbour policy. The associated incipient fall in German money demand is choked off by a fall in interest rates, which increases non-German money demand in line with the non-German money supply. Since the European supply of money increases, the increase in non-German output outweighs the fall in German output. In addition, the non-German cost of living increases whilst the German cost of living falls as a result of the devaluation.

Let us now consider the conflict between the Bundesbank which sets the German money supply to maximize German welfare and the central banks of the rest of Europe which set the intra-European exchange rates in order to maximize their welfare<sup>1</sup>. As before, welfare depends on unemployment and real income or the cost of living. When the non-German central banks devalue their currency, they cause unemployment in Germany and thus the Bundesbank reacts with a monetary expansion. When the Bundesbank expands its money supply, employment and output in the rest of Europe increase and thus the rest of Europe can afford to pay more attention to their cost-of-living target and therefore the rest of Europe revalue their currencies vis-à-vis the Deutschmark. It follows that, in the absence of international policy coordination, the non-German economies use a real appreciation to disinflate away the adverse consequences of a European supply shock whilst the Bundesbank expands its money supply by more than the rest of Europe. Money supplies throughout Europe are too tight relative to the cooperative outcome. Germany achieves full employment and experiences an increase in the cost of living whilst the rest of Europe reduces its cost of living and does not achieve full employment. The rest of Europe achieves a smaller welfare loss than Germany, so the exchange rate realignment allows the rest of Europe to reduce the damage to its welfare at the expense of Germany. International policy coordination leaves real incomes and the cost of living unaffected, but the equal increase in German and other money supplies achieve full employment throughout Europe. Germany benefits from coordination whilst the rest of Europe does

worse under coordination. Hence, coordination of monetary policies leads to fixed exchange rates and therefore facilitates the move towards European Monetary Union. Alternatively, irrevocably fixed exchange rates alleviate the need for coordination as beggar-thy-neighbour policies are ruled out by construction. Another lesson from the above discussion is that in a non-cooperative regime of managed exchange rates there is every reason to realign the exchange rate even when identical countries are hit by identical shocks and have identical structures. Hence, the view that completion of a common market for Europe ('1992' and all that) might lead to homogeneous structures and thus by itself create a lasting monetary union is fallacious. However, if in addition monetary policies are coordinated, then this facilitates the movements of Europe towards an optimal currency area. A corollary is that German leadership in the European Monetary System is no substitute for cooperation in Europe.

#### **3.4.5 Coordination of fiscal policies and the European Monetary System**

Let us now consider the coordination of fiscal policies in Europe when the Bundesbank ensures a stable German money supply and the other central banks ensure fixed intra-European exchange rates and when there is unrestricted mobility of financial assets within Europe. The first point is that a unilateral fiscal expansion does not affect the intra-European exchange rate and thus does not affect real income and the cost of living in this way. This is an important reason why a system of managed exchange rates may be superior to a clean float, for competitive appreciations are avoided. A joint fiscal expansion has similar effects as under a clean float. A fiscal expansion outside Germany is a locomotive policy, because it boosts German employment and output. The reason is that the greater increase in income for the rest of Europe than in German income increases net exports of Germany. The resulting excess demand for money in Germany is choked off by a rise in German and thus European interest rates, which cause some crowding out of private consumption and investment throughout Europe. The excess demand for goods in the rest of Europe is accommodated by an increase in their money supply (whilst the German money supply remains fixed) rather than by an appreciation of the exchange rate as under a clean float. A German fiscal expansion, however, has ambiguous effects on employment and output in the rest of Europe. The reason is that on the one hand there is upward pressure on the Deutschmark and thus a fall in the money supplies elsewhere in Europe, because the other central banks have to prevent their currencies from depreciating. Hence, European interest rates rise and employment and output in the rest of Europe fall. On the other hand, the increase in net imports of Germany boosts employment and output in the rest of Europe. Obviously, German fiscal policy is less powerful for fighting German unemployment than, say, French fiscal policy is for fighting French unemployment.

Since the cost of living cannot be affected that much by fiscal policy, welfare depends on the extent to which full employment and budgetary balance are achieved (and the distinction between left-wing and right-wing governments is irrelevant). Since a fiscal expansion in the rest of Europe always cuts German unemployment, Germany can afford to pay more attention to budgetary balance and responds with a fiscal contraction. When a German fiscal expansion is a beggar-thy-neighbour (locomotive) policy, the rest of Europe responds with a fiscal expansion (contraction). When a German fiscal expansion is a locomotive policy, it is easily established that absence of European coordination leads to a too tight fiscal stance throughout Europe. However, if a German fiscal expansion is a beggar-thy-neighbour policy, then usually the German fiscal stance will be too loose whilst the other fiscal stances will be too tight. The reason is that, in the absence of coordination, Germany ignores the adverse consequences of a loose fiscal stance on the rest of Europe and the rest of Europe ignores the beneficial effects of a loose fiscal stance on Germany. In fact, both

under a cooperative and under a non-cooperative European Monetary System Germany has a tighter fiscal stance than the rest of Europe and thus does not carry its full burden of fighting unemployment. The reason is, of course, that a German fiscal expansion is less of a locomotive policy than a fiscal expansion elsewhere in Europe. Hence, if German hegemony in monetary policy is maintained, then this automatically leads to German hegemony in fiscal policies. This is why Germany cannot be relied upon to be the 'locomotive engine of growth' that pulls Europe out of a recession.

Nevertheless, the European Monetary System may be preferable to a clean float as it avoids competitive appreciations and international conflict over real incomes. This is why the European Monetary System has a built-in deflationary bias and why absence of coordination may lead to too tight fiscal policies (rather than too loose fiscal policies for right-wing governments under a clean float). A typical welfare ranking in decreasing order is EMS with coordination, a clean float with coordination, EMS without coordination and a float without coordination.

### 3.5 Analysis of symmetric regimes of fixed and managed exchange rates

#### 3.5.1 Towards full monetary union in Europe

One of the main policy issues for Europe during the remainder of this century is whether the process of monetary integration should lead to a single-currency area with irrevocably, fixed intra-European exchange rates or not. The process of monetary unification probably proceeds through the following steps. Firstly, the intra-European exchange rates remain within narrow and vanishing bounds and there are no common reserves and no European Central Bank. Secondly, monetary policies of the various European central banks are coordinated in order to eliminate balance-of-payments disequilibria. Thirdly, a common reserve asset (such as the dollar used by the European economies) is used in a clearing mechanism for disequilibria in the balances of payments. Fourthly, establishment of public confidence in the irrevocable nature of fixed exchange rates. Fifthly, circulation of a common European currency (called the Monet, say) issued by a European Central Bank. The European Monetary System has gone some way towards proceeding through the first three stages. Full monetary union in Europe would also require Europe to proceed towards stages four and five. The main benefits from monetary union are: (i) elimination of uncertainty about exchange rate fluctuations; (ii) more economic use of international reserves for Europe as a whole; (iii) benefits accruing due to the shock-absorbing nature of international reserves; (iv) elimination of the international conflict associated with competitive appreciations in order to export inflation (see Section 3.5.5); (v) increase in prestige for smaller countries, but loss of prestige or sovereignty of larger countries such as the United Kingdom; and (vi) savings of the transaction costs of converting one member currency for another member currency, necessary for international trade. Hamada (1985, Chapter 3) points out that most of these benefits show non-rivalry in consumption, as for public goods, but do not show non-exclusion. However, benefits (i) and (vi) are probably most important, and, as they are related to the function of money as a unit of account, a medium of exchange and a store of value, they make monetary union a public good. Without the confidence of all member countries, a common European currency cannot develop. The costs of monetary union are mainly national, because each country gives up an independent monetary policy. Hamada (1985, Chapter 3) argues that, as the advantages of monetary union are public goods whilst the costs are more like private goods, the calculus of participation is applicable. There is a timing problem in the process towards monetary union in Europe. Increased integration of the markets for goods and factors of production ('1992' and all that) increases the costs, of adjusting output for balance-of-payments reasons, of monetary union. Hence, the

completion of a European Common Market facilitates the move towards monetary union in Europe.

The calculus of participation (Hamada, 1985, Chapter 3) argues that an individual country will join a European Monetary Union when the benefits from participation (such as from the reduction in exchange rate uncertainty, the increase in bargaining power as a group, and the use of a common currency) exceed the costs (such as giving up an independent monetary policy). However, as the benefits display a public-good character, the amount of collective action will be less than optimal because the beneficial effects on other countries are not internalized. This problem is more severe for large than for small groups of countries. Also, smaller countries can more easily be 'free riders'. Hence, the process towards full monetary union in Europe is easier when fewer countries in Europe participate and the impetus has to come mainly from the larger European countries. It is worthwhile to point out that the use of side-payments, for example a concession in agricultural policies in favour of new members, may lead to an optimal size of the exchange rate union. The timing of costs and benefits further changes the process of full monetary union in Europe.

Hamada (1985, Chapter 3) also gives a number of historical examples of monetary unification, which show that a monetary union is almost never achieved before political unification is achieved. In other words, unless the European Community moves towards political integration (the United States of Europe feared by Mrs. Thatcher), there is not much chance of achieving full monetary union in Europe. The historical evidence derives mainly from the formation process of nation-states such as Germany, Italy and Japan, because there the problem arose from unification of currencies issued by local provinces. The Zoll-Verein led by Prussia gave rise to economic unification and to a fixing of the parities of the currencies of the southern states at the Munich Convention in 1837 and of the northern states at the Dresden Convention in 1838. When the second German Reich was founded in 1871, there were 7 separate currency areas, based on silver, and thirty-three independent and unconnected banks of issue. In 1871 the mark was adopted as a currency unit, in 1873 there was a law to establish a gold standard and in 1875 the Prussian Bank became the Reichsbank, but not until 1935 did the Reichsbank obtain a monopoly in the right of issue. The most spectacular example is provided by Japan. In 1871 there were 244 provinces issuing nearly 1700 types of local notes, but after the Meiji Restoration the yen became the new currency unit and from 1872 to 1879 outstanding local notes were redeemed and in 1899 the right of issue of yen was concentrated in the Bank of Japan. Several examples of monetary unifications across national borders in the nineteenth century exist; for example, the Latin Monetary Union and the Scandinavian Monetary Union between Sweden, Denmark and Norway. Most of the historical experience suggests that political unification always preceded monetary unification whilst it sometimes preceded and sometimes followed economic integration. The main lesson for Europe seems nevertheless that the completion of the European Common Market and the fact that more decisions are being made by the European Community rather than by national governments facilitates and speeds up the process towards full monetary union in Europe.

The 'All Saints' Day Manifesto for European Monetary Union' (The Economist, 1 November 1975) was the first serious case for monetary unification in Europe. This year the Delors Committee will report on the desirability of establishing a European Central Bank. In the mean time, the pressure from politicians and the European business community to have one European currency is building up. For example, C. van der Klugt, who is chairman of Philips and of the Society for European Monetary Union (consisting of over 150 firms), argued on 18 January 1989 that one European currency would give rise to between three and five million new jobs. Among a survey of 1000 European

businessmen 860 were in favour of one European currency and a European Central Bank (not unlike the Federal Reserve in the United States). Of the European political leaders only Mrs. Thatcher seems to be against, but the British business community seems to be mostly in favour. Italy is in favour, but only as long as the new European Central Bank is not going to be dominated by Germany (as in the European Monetary System). Many people in Europe may be against a common European currency for sentimental reasons, but there is no reason at all why a new European currency (say, the Monet) should not co-exist along the existing national currencies of Europe (after all, Scottish bank notes still circulate in the UK).

### 3.5.2 **McKinnon's proposal for Europe**

Centralized money issue by an international organization has been an important feature of many plans (witness the Keynes plan or the Triffin plan), because they increase international liquidity without worsening the credibility and confidence problems associated with the use of national currencies as international currencies and because they eliminate the asymmetry between reserve-currency countries and non-reserve-currency countries. For example, the Special Drawing Rights issued by the International Monetary Fund serve as a reserve currency and as a means of payments in international transactions. The Monetary Fund attempts to replace the dollar with Special Drawing Rights, but it will be considerable time before the substitution accounts can serve as a world currency.

In the absence of such an international currency issued by an international organization such as the International Monetary Fund, some argue that it is a good idea to coordinate monetary policies in such a way as to achieve a desired growth in world money income. This would mean that the international monetary system would operate as a symmetric rather than as an asymmetric exchange rate system with US hegemony. The main advocate of a return to fixed nominal exchange rates, at least between the United States, Japan and Germany, is McKinnon (1986), who suggests it must be combined with setting domestic monetary growth rates and symmetrical non-sterilized intervention in such a way as to achieve a desired growth in the aggregate nominal money stock. Given that financial markets throughout the world are highly integrated and that McKinnon's proposal implies fixed exchange rates, inflation rates and real interest rates are equalized throughout the world. This means that the global interest rate can effectively be used to control growth in the aggregate price level, which corresponds to a given aggregate money stock.

McKinnon's proposal reflects the view that currency substitution was the main cause of variations in velocity and of exchange rate fluctuations, because with this proposal they would cancel out at the global level. More recently, the money supply has been replaced by the aggregate price level as a target variable or by commodity prices as forward-looking indicators.

As far as the proposals for monetary integration in Europe are concerned, it is clear that before one moves to a full monetary union in Europe one could attempt to implement a variant of the McKinnon proposal on a European scale. The reason is that when the McKinnon proposal is successful, it is not too different from monetary integration and therefore the political feasibility of monetary integration in Europe may be enhanced.

### 3.5.3 **Williamson's proposal of target zones for real exchange rates adapted for Europe**

When it is not feasible or not desirable to have a world with one common inflation rate, it does not seem sensible to have fixed nominal exchange rates as would be the case under a European monetary union or under McKinnon's proposal. For example, the northern European governments extract an insig-

nificant proportion of their total tax revenues from seigniorage (less than 1% for the Netherlands) whilst the southern European economies extract as much as 10% (for Greece and Portugal) of their tax revenues from seigniorage (see Giavazzi, 1989). In the world economy the Latin American countries and many other developing and high-inflation countries need to extract a much larger proportion of tax revenues from seigniorage than the US, the northern European economies and Japan. In these cases, Williamson's (1983) proposal of target zones for real exchange rates seems a very sensible idea and, indeed, this proposal has recently received a lot of attention in the press. The main reason for the popularity of Williamson's proposal is the growing dissatisfaction with the performance of floating exchange rates giving rise to exchange rate volatility and persistent and large imbalances in current accounts. The New York Plaza Agreement of September 1985 was the first step towards coordinated intervention in exchange rate markets to bring the value of the dollar down and this has been relatively successful. At the Louvre Accord in February 1987 it was agreed to manage exchange rates and the Tokyo Summit of May 1986 and the Venice Summit of June 1987 advocated a common set of 'indicators', such as inflation rates, unemployment rates, balance of payments, interest rates, etc., as a framework for international policy coordination.

The main advantage of Williamson's proposal is that it is supplemented with a set of simple rules and guidelines for the conduct of macro-economic policies in the world economy. Williamson's proposal consists of a set of mutually consistent, wide and flexible target zones for real exchange rates, to be achieved by monetary policy in the form of reaction functions for interest rates, and of national targets for nominal income, to be achieved by fiscal policies. The targets are fundamental real exchange rates, which ensure medium- to longer-run equilibrium in the current accounts. PPC (1988) provides a persuasive policy document for the adoption of target zones for real exchange rates.

Williamson's proposal should reduce volatility of real exchange rates and thus lead to less damaging effects on international trade and to a smaller vulnerability to speculative bubbles. It also means that countries are less likely to attempt to engage in competitive appreciations of the real value of their currency and thus to export inflation. Hence, Williamson's proposal internalizes the externalities associated with exporting inflation. The main objection to Williamson's proposal is that it lacks a firm anchor for inflation rates, but this task is left to individual Treasuries who use fiscal policy to control nominal income. Williamson's proposal as applied to the world economy can be summarized by the following guidelines:

- (i) The use of interest-rate differentials to ensure that real exchange rates do not move too far away (say, within bands of 10%) from fundamental real exchange rates, which corresponds to a version of an old-fashioned 'crawling peg' to offset inflation differentials.
- (ii) Adoption of targets for the growth of nominal income, which should equal the growth of productive potential plus a fraction of inherited inflation plus a positive function of the deflationary gap.
- (iii) The use of the world interest rate to achieve the target for the growth of world nominal income.
- (iv) The use of national fiscal policies to attain the targets for the growth of national nominal income.

It should be clear that, like McKinnon's proposal for the Group of Three, Williamson's proposal involves international policy coordination for the Group of Seven. However, there is no reason why Williamson's proposal should not be applied to Europe. In fact, this may be desirable in view of the fact that southern Europe has a greater need for seigniorage revenues than northern Europe. The proposal then corresponds to a crawling peg for nominal exchange rates to accommodate inflation differentials and some features of this variant have been advocated by Dornbusch (see Section 3.4.2). Williamson's proposal means

that the fiscal authorities control nominal income whilst the monetary authorities control real exchange rates.

**Table 1** Alternative Exchange Rate Regimes

	<b>Floating Exchange Rates</b>	<b>Fixed Exchange Rates</b>	<b>Managed Exchange Rates</b>
<b>Symmetry</b>	National Money Supply Targets OECD 1973-85	McKinnon's Proposal for World Monetarism European Monetary Union	(i) Louvre Accord (ii) Williamson's Target Zones
<b>Hegemony</b>		(i) Gold Standard 1870-1914 (ii) Bretton Woods 1945-68 (iii) Dollar Standard 1968-73	EMS 1979-

Table 1 presents a useful overview of various international exchange rate regimes discussed so far (taken from PPC (1988)). It clearly shows that one should distinguish between floating, fixed and managed exchange rates as well as between symmetric and asymmetric exchange rate regimes. Both McKinnon's and Williamson's proposal are concerned with symmetric exchange rate regimes without hegemony. Williamson's proposal can be viewed as a 'soft' evolution of the European Monetary System, whilst McKinnon's proposal can be viewed as a 'hard' evolution of the European Monetary System. McKinnon's proposal has the danger of running into the problems of labour market imperfections and regional depression.

### 3.5.4 International coordination of monetary policies under fixed exchange rates

Under irrevocably fixed nominal exchange rates, as would be the case in a European Monetary Union, monetary policies are closely interdependent and it is important to know what incentives member countries have when they set their monetary policies in a non-cooperative or cooperative fashion. To focus our ideas we consider the long run, assume full employment and purchasing power parity, and employ the monetary approach to the balance of payments (Hamada, 1985). Within this context, it is well-known that there is a common European inflation rate given by the weighted average of the access growth rates in the supply of domestic credit expansion over the growth rates in real national income plus the increase in international reserves (as a ratio of the European money supply). In addition, a balance-of-payments surplus of a country occurs when its demand for money exceeds its domestic supply of money and must be the other country's deficit. The balance of payments (as a ratio of the demand for money) is the difference between the common inflation rate and the own rate of excess supply of domestic credit. Hence, an expansion of domestic credit in one country leads to a balance-of-payments deficit, mirrored by surpluses elsewhere, and to higher inflation in all member states so that there are strong international spill-over effects. Each central bank chooses its domestic monetary policy to maximize its welfare, which depends on its inflation and its desired change in foreign reserves (balance of payments). It then follows that, in the absence of international policy coordination, inflation is higher



(lower) than the desired inflation when the increase in international reserves exceeds (falls short of) the weighted average of desired increases in international reserves. In other words, when the expansion of international reserves is excessive countries defend themselves against reserve accumulation by expanding domestic credit and thus raising inflation above the desired level. The corollary is that when there is an excessive (too low) expansion of international reserves, policy coordination implies that central banks reduce (increase) their rates of expansion in domestic credit. An increase in the number of member states works, as is well-known from the theory of public choice, against the optimal supply of public goods and thus leads to a greater divergence between non-cooperative and cooperative outcomes.

The main lesson is that one should manipulate the increase in international reserves in such a way as to match the average preference for accumulating reserves. In other words, the main task of a European Central Bank must be to design the growth in the supply of European Currency Units in such a way as to ensure that the total growth in international reserves in Europe matches the average desire for accumulating reserves by the central banks of Europe.

Note that a clean float does not require international coordination of the type discussed above, because the balances of payments will always be in equilibrium and each central bank can choose its monetary policy to achieve its desired inflation rate exactly.

### **3.5.5 Coordination of fiscal policies under a European Monetary Union**

Let us now consider the problem of unemployment and the international coordination of fiscal policies under a European Monetary Union and a European Central Bank. This implies irrevocably fixed exchange rates and thus no problems of speculative attacks and balance-of-payments crises. Since there are a lot of sentiments about national currencies, one could envisage the issue of European Currency Units as a parallel currency to the existing national currencies. There should be no German hegemony in monetary policies, so that the European Central Bank should not be dominated by the Germans and a European Monetary Union should be a symmetric system. Hence, the European money supply is set by all European central banks or, alternatively, by the European Central Bank. Obviously, if all markets cleared instantaneously, there would be no unemployment and one could reap the well-known advantages of a common currency area (Goodhart, 1988). However, if there is unemployment, wages are inflexible and the exchange rate cannot be devalued, one must rely on fiscal action to fight unemployment. Hence, in the following it is assumed that there is perfect capital mobility and unemployment caused by nominal wage rigidity.

A bond-financed fiscal expansion in one of the member states raises European interest rates and thus causes a fall in consumption and investment throughout Europe. The net effect on home employment and output is, of course, positive, but foreign employment and output can increase or decrease depending on whether the beneficial effects on net exports to the home country outweigh the adverse effects of crowding out. Hence, in a European Monetary Union a fiscal expansion can, in contrast to under a clean float, be a beggar-thy-neighbour policy. The effect of a fiscal expansion in the rest of Europe on German employment is less under a monetary union than under the EMS, but the spill-over effect of a German fiscal expansion is greater. It can easily be established that international coordination of fiscal policies in a European Monetary Union yields the same outcome as coordination under a clean float. When fiscal expansions are locomotive (beggar-thy-neighbour) policies, fiscal stances are, in the absence of international policy coordination, too tight (too loose) and unemployment too high (low). Coordination would lead each Treasury to loosen (tighten) their fiscal stance. As far as welfare is concerned, Germany does bet-

ter and the rest of Europe does worse under a cooperative European Monetary Union than under a cooperative European Monetary System. Hence, Germany has not much incentive to cooperate and give up its hegemony in monetary policy when setting up the European Central Bank. However, if the US has nominal wage rigidity and Europe has real wage rigidity, then the fiscal stance will be too tight in Europe and too loose in the US. Both factors have contributed to the rise in European unemployment.

It may be worthwhile to consider the effects of wages being fully indexed to the cost-of-living indices in Europe, which may be empirically a relevant phenomenon (e.g., Branson and Rotemberg, 1980; Bruno and Sachs, 1985). If this is the case, monetary policy is neutral and has no real effects. Hence, the particular type of exchange rate regime in force does not affect the effectiveness of fiscal policies. A fiscal expansion leads to an appreciation of the real exchange rate, which reduces relative import prices, the cost of living and thus wages and consequently unemployment falls. Abroad the opposite happens, so that a fiscal expansion is always a beggar-thy-neighbour policy. It follows that, if real wage rigidity is important, then lack of international policy coordination implies that public sector deficits are excessive as individual countries do not internalize the adverse effects on the rest of Europe.

### 3.5.6 Interactions between a European Monetary Union and the United States

It is instructive to also consider the interactions between a European Monetary Union and the United States, so that there is a fixed intra-European exchange rate and a floating trans-Atlantic exchange rate. We assume a stable European and a stable US money supply and focus our attention on fiscal policies in the face of wide-spread unemployment. Countries care about full employment, the cost of living and budgetary balance. Three outcomes can be considered: (i) global cooperation; (ii) cooperation within Europe and non-cooperation across the Atlantic; (iii) neither intra-European nor trans-Atlantic coordination of fiscal policies. When the European countries coordinate their fiscal policies, they can be treated as one bloc of, say, the same size as the US. The analysis is then exactly the same as under a clean float (see Section 3.3.3). Hence, right-wing governments have a too loose fiscal stance in outcome (ii) relative to outcome (i) whilst left-wing governments have a too tight fiscal stance in the absence of trans-Atlantic coordination. When governments have right-wing preferences, cooperation within Europe makes the European countries better off and the US worse off, both Europe and the US loosen their fiscal stance, and there is more over-employment in both Europe and the US. The point is that when neither the European nor the US governments cooperate, outcome (iii), the US has a looser fiscal stance than Europe and thereby is able to exploit the smaller size of the European countries by increasing the real value of the dollar and increasing its real income at the expense of real incomes in Europe. Hence, when there is global non-cooperation, the US achieves a lower welfare loss than Europe. Cooperation within Europe aggravates the trans-Atlantic attempts to appreciate the currency and export inflation, as Europe now acts as one large bloc, and therefore leads to looser fiscal stances. Since the US and Europe are now effectively of equal size, the US can no longer dump inflation on Europe and thus Europe is better off and the US worse off.

However, when governments are left-wing, these results may change dramatically. When none of the countries cooperate, the US still has a looser fiscal stance than Europe and now has a larger welfare loss than Europe because left-wing governments do not care so much about cuts in the cost of living associated with appreciations of the dollar. Since left-wing governments do not attempt so much to export inflation, cooperation within Europe does not lead to much loosening of fiscal stances. In fact, the US tightens its fiscal stance, which worsens European unemployment, and Europe loosens its fiscal stance. Cooperation within Europe alone increases real income and reduces the cost of

living, but increases unemployment. Hence, coordination of fiscal policies within a European Monetary Union can be counterproductive, especially when governments care a great deal about unemployment.

The above result is a standard proposition in game theory: a coalition among a sub-group of players can worsen the utilities of these players, because it may provoke an adverse response from the remaining players (the US). A coalition of member states in a European Monetary Union avoids the appreciation of the dollar, caused by a looser fiscal stance in the US than in Europe in a fully non-cooperative world, and thus avoids the increase in the European cost of living. This raises European welfare. However, cooperation within Europe also leads to more unemployment because the US now has a tighter fiscal stance as it no longer attempts to export inflation. Hence, when governments in Europe care a lot about unemployment, coordination of the fiscal policies of the member states of a European Monetary Union can be counterproductive.

### 3.6 Harmonisation, convergence and coordination of economic policy

Coordination of macro-economic policies and convergence of economic performance within Europe are stated objectives of the Treaty of Rome. The Council of Ministers made a decision in 1974 'for attainment of a high degree of convergence of economic policies of Member States', which was meant to be mainly a process of setting budgetary policy guidelines (for a discussion, see Steinherr, 1984). However, convergence of policies within the European Community does not necessarily imply international coordination of policies (and vice versa). In an interdependent system of identical economies one can converge either on a non-cooperative outcome or on a cooperative outcome. In other words, convergence itself should not be an objective of economic policy even though it seems to be a stated objective of the European Community. The final 1978 report on the European Monetary System states that 'the European Monetary System ought to contribute to reduce divergences in economic performance' and that 'the credibility of the new system depends on progressive convergence of economic performance' (see Steinherr, 1984), but again such statements say almost nothing about international policy coordination. Convergence refers to the attainment of common targets of economic policy, e.g., a reduction in inflation differentials, etc. Coordination refers to the joint and mutually consistent setting of the instruments of economic policy to maximize joint welfare of the various member states. Convergence is often used as an excuse by individual governments to implement unpopular policies, because even under coordination there is no reason for convergence when individual countries are of different size, have different social and economic structures, and are hit by different shocks. Obviously, this should be distinguished from the unrealistic case of perfect mobility of all assets, goods, capital and labour as then the market forces convergence of tax policies and of budget deficits.

International harmonisation of economic policies attempts to achieve greater unity in economic structure, to increase the scope for rules, and to reduce the scope for discretionary policy. Harmonisation is primarily concerned with long-term objectives such as efficiency and distribution, so harmonisation is more concerned with commercial policy, anti-trust law, labour law, agricultural policy, regional policy etc. rather than with discretionary macro-economic monetary and fiscal policies. Hence, harmonization within Europe is mainly concerned with promoting free competition and with efficient markets on a European level. The completion of the Common European Market and '1992' is mainly concerned with harmonization. International cooperation occurs, firstly, through the international exchange of information, secondly, through international harmonization of rules, and, thirdly, through international coordination of discretionary policies. Through the European Communi-

ty, the OECD and summit meetings there is already a great deal of exchange of information. The plans for '1992' and beyond imply a considerable amount of harmonization. The European Monetary System implies some degree of coordination of monetary policies and European Monetary Union would imply full coordination of monetary policies. The big issues in the coming years for Europe are the desirability and nature of convergence on the one hand and of coordination of fiscal policies at a community level on the other hand given the increasing degree of monetary unification in Europe.

### 3.7 Assessment of the case for European monetary integration

As a way of concluding this essay, we will assess the case for moving towards a European Monetary Union and the establishment of a European Central Bank.

The main advantages of more monetary integration in Europe are:

- (i) The move towards a European Monetary Union is a political end in itself, because it will be part of the whole process of political unification in the European Community. However, the Prussian and the Japanese experiences in the 19th century suggest that monetary unification is always preceded by political unification.
- (ii) The move towards one European currency will save an enormous amount on information and transaction costs and thus yield massive benefits, because households and firms need no longer change currency when they trade with other Europeans. In addition, there is the efficiency of a single money as unit of account and store of value.
- (iii) There will be less or no intra-European exchange rate fluctuations, which reduces risk and is good for export-business. This argument relies, of course, on the absence of a complete and perfect set of forward exchange rate markets, because otherwise firms could hedge themselves against exchange rate risk.
- (iv) The liberalization of international markets for financial assets in Europe means that it is difficult to fend off speculative attacks on the currency, since especially France and Italy have in the past used capital controls to avoid such attacks. Under a European Monetary Union intra-European exchange rates are irrevocably fixed, hence speculative attacks no longer occur and thus abolishing capital controls throughout Europe will be easier. For the Netherlands this argument does not apply, because they already have unrestricted capital movements across the Dutch borders. Nevertheless, monetary union in Europe would dampen some of the huge speculative flows between member states when capital markets are liberalized.
- (v) A move towards irrevocably fixed exchange rates and a common monetary policy set by a European Central Bank will avoid the beggar-thy-neighbour policies of appreciations of the exchange rate in order to dump inflation on neighbouring countries. International policy coordination under a clean float also realizes that such attempts to improve real income are futile and would thus in the face of unemployment lead to looser monetary policies and more jobs. Hence, a regime of fixed exchange rates acts as a partial substitute for international policy coordination.
- (vi) Under a clean float an increase in monetary growth reduces real interest rates and increases capital accumulation and activity throughout the world, hence in the absence of international policy coordination monetary growth and inflation will be too low, real interest rates too high, and activity too low as none of the central banks internalizes the beneficial effects of higher monetary growth on the rest of the world. Under a European Monetary Union such a coordination failure does not arise, because there is a common inflation rate and thus the costs as well as the benefits of reducing European real interest rates are shared by all member states. Given the apparent problem of a capital shortage in Europe, this advantage may be of some importance.

- (vii) International coordination of monetary policies under a clean float destroys a discipline device of central banks and thus leads to high inflation and may be counterproductive because without coordination a surprise inflation tax leads to an unanticipated depreciation of the exchange rate and a higher cost of living which acts as a disincentive to renege. However, a European Monetary Union with irrevocably fixed intra-European exchange rates avoids such credibility problems altogether and thus leads to lower inflation rates throughout Europe.
- (viii) When the member states of the European Monetary System suffer from widespread unemployment and do not coordinate their fiscal stances, Germany has an incentive to gain competitiveness at the expense of the rest of Europe by having a tighter fiscal stance and benefitting from the looser fiscal stances elsewhere. Under a European Monetary Union there is no German hegemony, so Germany will carry the full fiscal burden of fighting unemployment and be a 'locomotive engine of growth' for Europe.

The main disadvantages of increased monetary integration in Europe are:

- (i) Some countries do not like to give up their political and economic sovereignty in monetary policy, since they have no confidence in a European Central Bank, a desire for an independent monetary policy and a deep-seated aversion to having their national powers diluted. This seems the position of Mrs. Thatcher and the United Kingdom. In order for the British, French and Italians to reap the low-inflation benefits of the Bundesbank's credibility, they would have to leave it largely untouched as an institution. However, this would be unpopular with their electorates as it would imply a loss of national sovereignty. If the United Kingdom does not participate, one could seriously question the political and economic feasibility of a European Monetary Union.
- (ii) The establishment of a European Central Bank will mean a more symmetric exchange rate regime for Europe, because German hegemony in monetary policy will be replaced by all central banks having a say on how European monetary policy is conducted. France and Italy are particularly keen on this. There is a real danger that this will raise inflation in northern Europe and reduce inflation in southern Europe, because the Mediterranean countries have a larger black economy and thus a smaller tax base and a greater need for seigniorage revenues (witness the horrendous Italian problem of public debt). The convergence of inflation rates that would occur under a European Monetary Union may thus not be desirable from a public-finance point of view. Hence, one could argue for a crawling peg to accommodate inflation differentials between northern and southern Europe. (This would also avoid straining the cohesiveness of the European currencies if the dollar falls by a further 20%.) As far as the Netherlands is concerned, German hegemony in monetary policy results in lower inflation and this might favour the European Monetary System.
- (iii) A European Central Bank may not be as conservative and not have the credibility, discipline and reputation of the Bundesbank, hence average European inflation will increase.
- (iv) In a perfect world with no externalities and no wide-spread unemployment, the well-known advantages of a common currency area discussed above make a strong case for more monetary integration in Europe. However, when certain areas of Europe are depressed and suffer from unemployment and wages do not adjust immediately to clear all labour markets, the case for a European Monetary Union is much weaker, especially as there is little mobility of labour between the member states of Europe. In a perfect world wages in the depressed region would fall until full employment is reached and there would be no need for a realignment of exchange rates. However, when wages are for institutional or other reasons rigid, the lack of effective demand in the depressed region would induce a depreciation of the nominal exchange rate and this would eventually also cure unemployment in the depressed region. Hence, unemployment in a particular region may be more persistent under a European Monetary Union and thus this creates a greater need for stabilization and active fiscal

policy. It is of some interest to point out that Germany and the Netherlands have had the highest sacrifice ratios (unemployment years for each point reduction in inflation) in the OECD region and there is no reason to think that this will become any better under a European Monetary Union.

- (v) Under a European Monetary Union it is not possible to engage in competitive appreciations of the exchange rate and this is why, in the face of wide-spread unemployment, there is a built-in deflationary bias in fiscal policies. Hence, coordination should ensure that governments expand their fiscal stances when there is unemployment.
- (vi) Under fixed exchange rates disequilibria in the balance of payments take longer to disappear than under a float. The mechanism is that a surplus leads to an increase in the money supply, which boosts income and imports and thus reduces the surplus. This implies a coordination task for the European Central Bank, for it must ensure that the growth in European reserves matches the average preference for accumulating reserves.

As far as policy conclusions are concerned, increased monetary union seems, as long as governments are prepared to engage in more active fiscal policies when unemployment is wide-spread, on balance desirable for a small country such as the Netherlands. The main disadvantage may be a somewhat higher inflation rate, but this may not be too bad in view of the large public debt in the Netherlands. For Europe as a whole, it is not so clear that a European Monetary Union with irrevocably fixed exchange rates is either feasible or desirable. It may, as Rudiger Dornbusch advocates, be more sensible to have a crawling peg with frequent realignments between the northern and southern currencies of Europe in order to stabilize competitiveness of the 'commercial' exchange rate and to allow for inflation differentials, whilst a separate exchange rate for financial transactions should float and not be restricted by intervention limits. This can also include some of the features of Williamson's (rather than McKinnon's proposal), albeit with much smaller bands for real exchange rates, and may be the best way of widening exchange rate management in Europe for the next two decades. Finally, it is of the utmost importance that monetary integration must be accompanied by appropriate changes in fiscal structures in order for it to be a success.

# Notes

- <sup>4]</sup> Speculative attacks can occur whenever a devaluation is anticipated. France and Italy have in the past used capital controls to avoid such attacks (witness the differential between on-shore and off-shore interest rates). Abolition of capital controls may not be feasible unless Europe moves to full monetary union with irrevocably fixed exchange rates. Nevertheless, we abstract from these issues and assume perfect capital mobility throughout Europe.

# References

- Branson, W.H. and J.J. Rotemberg (1980). 'International adjustment with wage rigidity', *European Economic Review*, vol. 13, pp. 309-322.
- Bruno, M. and J.D. Sachs (1985). *The Economics of Worldwide Stagflation*, Basil Blackwell, Oxford.
- Buiter, W.H. and R.C. Marsten (eds.) (1985). *International Economic Policy Coordination*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Canzoneri, M.B. and D.W. Henderson (1987). *Strategic Aspects of Macro-economic Policymaking in Interdependent Economies*, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Dornbusch, R. (1987). 'The EMS, the dollar and the yen', discussion paper no. 216, Centre for Economic Policy Research, London.
- Giavazzi, F. and M. Pagano (1986). 'The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility', discussion paper no. 135, Centre for Economic Policy Research, London.
- Giavazzi, F., S. Micossi and M. Miller (eds) (1988). *The European Monetary System 1979-1987*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Giavazzi, F. (1989). 'The exchange rate question in Europe', discussion paper no. 298, Centre for Economic Policy Research, London.
- Giavazzi, F. and A. Giovannini (1989). *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Goodhart, C. (1988). 'An approach to European currency unification', LSE Financial Markets Group, London.
- Hamada, K. (1985). *The Political Economy of International Monetary Interdependence*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Horn, H. and T. Persson (1988). 'Exchange rate policy, wage formation and credibility', *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1621-1636.
- Ludlow, P. (1982). *The Making of the European Monetary System*, Butterworths, London.
- McKinnon, R.I. (1986). 'Monetary and exchange rate policies for international financial stability: A proposal', mimeo, Stanford University.
- Melitz, J. (1987). 'Monetary discipline, Germany, and the European Monetary System', discussion paper no. 178, Centre for Economic Policy Research, London. Also, in Giavazzi, Micossi and Miller (eds.).
- Melitz, J. (1988b). 'Monetary discipline and cooperation in the EMS: a synthesis', discussion paper no. 219, Centre for Economic Policy Research, London.
- Oudiz, G. and J. Sachs (1984). 'Macro-economic policy coordination among the industrial economies', *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-75.



- Ploeg, F. van der (1987a). 'International interdependence and policy coordination in economies with real and nominal wage rigidity', discussion paper no. 217, Centre for Economic Policy Research, London. Forthcoming in T. Courakis and M. Taylor (eds.), *Policy Issues for Interdependent Economies*, MacMillan, London.
- Ploeg, F. van der (1987b). 'Capital accumulation, inflation and long-run conflict in international objectives', *Oxford Economic Papers*, forthcoming.
- Ploeg, F. van der (1988). 'International policy coordination in interdependent monetary economies', *Journal of International Economics*, vol. 25, pp. 1-23.
- Ploeg, F. van der (1989). 'Monetary and fiscal policy in interdependent economies with capital accumulation, death and population growth', discussion paper no. 7, CentER for Economic Research, Tilburg University.
- PPC (1988). *After the Louvre: Promoting Exchange Rate Stability*, Report of an International Committee chaired by Lord Croham, Public Policy Centre, London.
- Rogoff, K. (1985). 'Can international monetary policy cooperation be counterproductive?', *Journal of International Economics*, vol. 18, pp. 199-217.
- Steinherr, A. (1984). 'Convergence and coordination of macro-economic policies: Some basic issues', mimeo, Catholic University of Louvain.
- Tew, B. (1988). *The Evolution of the International Monetary System, 1945-88*, Hutchison, London.
- Williamson, J. (1983). *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington.

# De Europese Gemeenschap in 1995

# 4

C.J. Rijnvos

# Inhoudsopgave

<b>4.1</b>	<b>Inleiding</b>	<b>109</b>
<b>4.2</b>	<b>Monetaire en economische verhoudingen binnen de interne markt</b>	<b>110</b>
4.2.1	Inleiding	110
4.2.2	De flexibele wisselkoers	111
4.2.3	De stabiele wisselkoers	112
4.2.4	De vaste wisselkoers	113
4.2.5	Prijsniveau en prijsverhoudingen	114
4.2.6	Optimale monetaire regio	115
<b>4.3</b>	<b>Monetaire en economische stabiliteit als EG-vraagstuk</b>	<b>116</b>
4.3.1	Inleiding	116
4.3.2	Voortgaande negatieve integratie	117
4.3.3	Interne markt en betalingsbalans	118
4.3.4	Achtergronden van de wisselkoersvorming	120
4.3.5	Lopende rekening en overheidsfinanciën	121
4.3.6	Typering van EG-lid-staten	124
<b>4.4</b>	<b>Perspectieven voor monetair beleid op gemeenschapsniveau</b>	<b>126</b>
4.4.1	Inleiding	126
4.4.2	Monetair beleid en wisselkoersvorming	127
4.4.3	Beschikbare instrumenten	129
4.4.4	'Basket'- en 'parity grid system'	131
4.4.5	Institutionele versterking EMS	134
4.4.6	Nieuwe fase voor monetair beleid	136
<b>4.5</b>	<b>Coördinatie van het sociale en economische beleid</b>	<b>139</b>
4.5.1	Inleiding	139
4.5.2	Vernieuwing en integratie van sociaal en regionaal beleid	139
4.5.3	Beheersing en coördinatie van overheidsfinanciën	142
4.5.4	Waakzaamheid met betrekking tot vrij kapitaalverkeer	144
4.5.5	Wisselkoersaanpassing en economisch beleid	146
4.5.6	Tijdspectief voor de Gemeenschap	148
<b>4.6</b>	<b>Samenvatting en conclusies</b>	<b>149</b>
	<b>Omschrijving van de begrippen</b>	<b>152</b>
	<b>Bijlage A</b>	
	<b>Economische en monetaire situatie in de EG-lid-staten</b>	<b>157</b>
	<b>Bijlage B</b>	
	<b>Theorie van de 'optimum currency area'</b>	<b>161</b>
	<b>Bijlage C</b>	
	<b>Aantekeningen bij de Ecu</b>	<b>167</b>
	<b>Noten</b>	<b>175</b>

## 4.1 Inleiding

Tot diep in de jaren zestig kende de Europese Gemeenschap (EG) vrijwel alleen negatieve integratie, ofte wel het wegnemen van nationale belemmeringen om tot één markt te komen. Daarbij zou het in feite gaan om de creatie van een douane-unie en de mogelijkheid voor nationale geldstelsels om met een grote mate van wisselkoersstabiliteit naast elkaar te bestaan. Het denken en doen met betrekking tot de integratie had nog met enige nadruk een negatief en liberaal karakter, in die zin dat het slechts nodig werd geacht belemmeringen voor vrijhandel weg te nemen, terwijl het nationale monetaire circulatiegebied vrijwel kritiekloos als juist werd aanvaard.

Naarmate de realisering van de douane-unie gestalte kreeg, werd steeds duidelijker dat met negatieve integratie niet kon worden volstaan. Het is dan ook begrijpelijk dat aan het einde van de jaren zestig/begin jaren zeventig een herbezinning op de éénwording binnen de Gemeenschap plaats vond. Deze was tweeledig. Ten eerste zou de negatieve integratie moeten worden voortgezet, hetgeen in december 1985 leidde tot aanvaarding van de Europese Akte als basis voor de vorming van een interne markt. Conform een algemene omschrijving is deze markt een gebied, waarbinnen nationale grenzen geen economische belemmeringen zijn. Ten tweede werd in het kader van de herbezinning positieve integratie – die is omschreven als het voeren van een gemeenschappelijk of door de Gemeenschap gecoördineerd beleid – nodig geacht. In feite is hieraan binnen de EG van meet af aan wel het een en ander gedaan. Zo kent de Gemeenschap reeds sinds 1958 enige orgaanvorming op supranationaal niveau.

Niettemin kreeg na de voltooiing van de douane-unie in 1968 de positieve integratie met name in het begin van de jaren zeventig een nieuwe impuls, in die zin dat de vorming van een economische en monetaire unie moeten als nieuw groots ideaal op de EG-agenda kwam. Als direct vervolg op de realisering van de douane-unie – dat was de gedachtengang – zou de Gemeenschap een economische en monetaire unie moeten verwerkelijken.

Het voorgaande bevat de vraag of de Gemeenschap bij de concrete vormgeving van de integratie wel een gelukkige volgorde heeft gekozen. Was het niet beter geweest om na de voltooiing van de douane-unie voort te gaan met de nadruk te leggen op negatieve integratie en vooral te streven naar de realisering van de interne markt in plaats van naar een snelle verwezenlijking van een economische en monetaire unie? Waarschijnlijk is dat het geval.

Intussen echter is het een historisch feit dat de geschetste volgorde is gekozen. De Gemeenschap heeft tot voor enkele jaren de nadruk gelegd op de vorming van een economische en monetaire unie. Het is niet zo verwonderlijk dat de activiteiten in deze richting maar matige resultaten hebben opgeleverd. In feite is niet veel meer bereikt dan een beperkte éénwording op monetair gebied. De komende interne markt vereist – opdat zij goed kan functioneren – een sociaal-economische en monetaire context, die is gekenmerkt door stabiliteit. De term stabiliteit zal te zijner tijd worden gespecificeerd, bijvoorbeeld als prijs- of als wisselkoersstabiliteit. De mate waarin de Gemeenschap in de komende jaren er in zal slagen deze stabiliteit te realiseren zal, dat kan nu reeds door de objectieve waarnemer worden vastgesteld, haar gezicht in 1995 bepalen. Het is in het bijzonder een taak voor de economische en monetaire wetenschap, die zich bezighoudt met een hooggegradeerde integratie van gemengde volkshuishoudingen, om dit thema verder inhoud te geven. Daarmee komt deze wetenschap tot op een bepaalde hoogte in een nieuwe fase. Het is jammer dat zij tot dusver in de uitoefening van deze taak nog niet veel verder is gekomen dan een overwegend onvruchtbare 'optimum currency area theory', die in bijlage B is samengevat.

Hoofdstuk 4.2 bevat een theoretische benadering van deze sociaal-economische en monetaire context, die is gericht op een beschrijving van een 'optimum currency area' ofte wel het gebied waarin één geldeenheid optimaal kan functioneren, die passend is voor de Europese Gemeenschap. In hoofdstuk 4.3 worden vanuit de situaties in de afzonderlijke lid-staten de moeilijkheden besproken, die er zijn bij het doen van concrete stappen in de richting van deze optimale monetair-geografische regio. Daarbij gaat de aandacht in het bijzonder uit naar de positie van de overheidsfinanciën en de lopende rekeningsituaties. In hoofdstuk 4.4 worden de mogelijkheden verkend voor een versterking van het Europees Monetair Systeem (EMS). De leidende gedachte daarbij is dat die versterking kan plaatsvinden door het nationale monetaire beleid binnen het EMS te coördineren. In het slothoofdstuk komen de noodzakelijke verdere beleidscoördinaties aan de orde in verband met de wisselkoersstabiliteit op lange termijn.

## 4.2 Monetaire en economische verhoudingen binnen de interne markt

### 4.2.1 Inleiding

De vraag kan worden gesteld binnen welk monetair-geografisch gebied de interne markt van de Europese Gemeenschap bij voorkeur dient te worden gerealiseerd. Een aanduiding van dit gebied vormt de basis voor een gedachtenvorming met betrekking tot de monetaire integratie binnen de EG. Dit thema kan worden ingeleid met enkele opmerkingen over de aard van het geld als zodanig <sup>1</sup>. Deze opmerkingen lijken misschien wat ver verwijderd van het thema, dat in deze studie aan de orde is. Reeds spoedig echter komt de positieve betekenis ervan duidelijk naar voren.

Het is karakteristiek voor onze samenleving dat wij steeds bezig zijn om onzekerheid op te heffen door samenleven op vertrouwensbasis met, onder andere, arbeidsverdeling en ruilverkeer. Daarbij worden wij echter geconfronteerd met beperkte mogelijkheden wat betreft het direct kunnen voldoen aan wederzijdse intenties. Het leven van alledag is vol van – als geld afwezig is – contractuele onvolkomenheden. Een werknemer, als voorbeeld, levert een arbeidsprestatie, waarbij het er per saldo om gaat te voorzien in voedsel, kleding, woning en onderdak. Zijn werkgever aanvaardt deze intentie – er is in beginsel een deugdelijk wederzijds vertrouwen – maar hij kan er met de beste wil niet direct aan voldoen. Hij verkeert niet in de mogelijkheid om periodiek voedsel, kleding en onderdak direct op de gewenste wijze ter beschikking te stellen. In zoverre is er sprake van een contractuele onvolkomenheid.

Het is een levensnoodzaak deze zo goed mogelijk op te heffen. Daartoe creëert de mens geld. Bijgevolg bestaat het wezen van het geld in het openen van mogelijkheden voor het realiseren van wederzijdse intenties bij het samenleven op vertrouwensbasis door het elimineren van bedoelde contractuele onvolkomenheden. Het is opmerkelijk dat niet alleen de filosofie van het geld, maar ook de monetaire theorie deze gedachtengang in toenemende mate aanvaardt <sup>2</sup>. Het geld is dan ook objectivering van vertrouwen voor het elimineren van existentiële onzekerheid bij het samenleven op vertrouwensbasis met contractuele onvolkomenheden. De geldeenheid kan vervolgens worden omschreven als een abstracte rekeneenheid voor het aangeven van economische waarden, die dank zij vertrouwen, ofte wel op fiduciaire basis, in chartale of girale vorm dienst doet als algemeen aanvaard ruilmiddel en als middel ter vermogensvorming. De concrete functies van het geld zijn van juridische en economische aard. Vanuit juridisch gezichtspunt is het geld een middel om zich van schuld te bevrijden in die zin dat door betaling verbintenissen teniet kunnen gaan <sup>3</sup>. In deze zin fungeert het geld als betaalmiddel.

Economisch gezien is het geld rekeneenheid, ruil- en spaarmiddel. De aanvaarding van de geldeenheid die deze onderscheiden functies uitoefent is een plaats- en tijdgebonden aangelegenheid. De zorg voor het juridisch en economisch goed functioneren van de geldeenheid is er dan ook op gericht het geld in de tijd en binnen een bepaald geografisch gebied juist te situeren. Daarbij gaat het er om dat het geld de economische functies goed zal vervullen opdat economisch-juiste inkomens- en prijsverhoudingen op de onderscheiden goederen- en dienstenmarkten tot stand komen. Tevens dient het geld als zodanig continu goed te functioneren, in die zin dat met een redelijk stabiel prijsniveau de nominale waarde intact blijft. De realisering van juiste prijsverhoudingen in deze zin en een stabiel prijsniveau in de loop van de tijd vindt plaats binnen een bepaald monetair-geografisch gebied.

Deze aangelegenheid kwam tot het einde van de jaren zestig praktisch nog niet als probleem aan de orde omdat tot dan toe met een monetair-historische vanzelfsprekendheid de natie als het juiste geografische circulatiegebied werd beschouwd <sup>4</sup>. Zo waren nationale grenzen ook scheidslijnen in monetair opzicht. Dat is vooral sinds de creatie van een douane-unie binnen de Gemeenschap sinds 1 juli 1968 niet meer het geval.

Het uitgangspunt voor de bepaling van het monetair-geografische gebied, als de regio waarin één geldeenheid functioneert, is dat het geld gelijktijdig de juridische en economische functies moet kunnen uitoefenen. Waar dat niet meer mogelijk is, kan de grens van het circulatiegebied worden getrokken. Voor het antwoord op de vraag hoe deze grens met het oog op de economische geldfuncties moet worden beschouwd, kan worden uitgegaan van een praktische situatie waarin een ieder, personen of instellingen, dat is om het even, verkeert. Een ieder, voor zover het althans niet om geldscheppende instellingen gaat, wordt geconfronteerd met de budgetvergelijking, die als volgt is omschreven: beginkasvoorraad plus ontvangsten zijn gelijk aan de uitgaven plus de eindkasvoorraad. Hierbij is de eindkasvoorraad een sluitpost. Het verschil tussen de begin- en de eindkasvoorraad is het budgetsaldo dat positief, negatief of sluitend kan zijn. Een negatief saldo, dat is een tekort, duidt op een financieringsprobleem, hetgeen in beginsel oplosbaar is als juridisch en economisch functionerend geld beschikbaar is. Dat is, aannemende dat het economische subject kredietwaardig is zodat het kan lenen, binnen het geografische circulatiegebied het geval. Daarom scheidt binnen dit gebied een budgettekort geen specifieke monetaire problemen. Zodra er gescheiden, in casu nationale, geldstelsels zijn kunnen voor de onderscheiden landen wél budget-, c.q. betalingsbalansproblemen ontstaan. Met de beantwoording van de vraag hoe deze vraagstukken kunnen worden opgelost begint de leer van de monetaire integratie.

Als bij de integratie de geldstelsels hun nationale karakter behouden is elimineren van betalingsbalanstekorten slechts mogelijk wanneer de onderscheiden landen elkaars valuta's accepteren op basis van een bepaalde wisselkoers. De vraag rijst welke koers dat bij voorkeur zal zijn. Hierbij is een onderscheid mogelijk tussen flexibele, stabiele en vaste wisselkoersen.

#### 4.2.2 De flexibele wisselkoers

Een aantal auteurs – zoals Friedman en Sohmen – pleit voor geheel vrij zwevende wisselkoersen. Dit zijn koersen zonder interventie en/of stabiliserende maatregelen. Hiervoor was vooral tot in het begin van de jaren zeventig veel sympathie. Kreuger merkt op dat beoefenaren van de economische wetenschap overwegend van oordeel waren dat flexibele wisselkoersen de voorkeur verdienen <sup>5</sup>. De wisselkoers – zo was de gedachtengang – is een prijs. Zij is een evenwichtsprijs bij gelijkheid van de vraag naar en het aanbod van valuta's als daarbij betalingsbalansevenwicht wordt bereikt.

De flexibele wisselkoers als resultante van een vrij spel van vraag en aanbod – zo gaat de gedachtengang van Friedman c.s. voort – is juist, want zij elimineert alle betalingsbalansonevenwichtigheden. In zoverre zorgt zij voor een evenwichtige verhouding van de nationale prijsniveaus. Dat is echter, hetgeen dikwijls over het hoofd werd gezien, niet voldoende. Het gaat ook om economisch-evenwichtige prijs- en inkomensverhoudingen op de afzonderlijke markten. Dat is vanuit economisch-theoretisch gezichtspunt het geval en strookt met de wensen van het bedrijfsleven binnen een interne markt.

Op het eerste gezicht lijken de kansen gunstig om met de flexibele wisselkoers het externe evenwicht en het evenwicht op de afzonderlijke markten gelijktijdig te realiseren. Door het wegvallen van de zorg voor de betalingsbalans – aldus de voorstanders van flexibele koersen – kunnen immers alle economische en monetair-politieke krachten worden gericht op een aanvaardbare interne situatie, met name een hoge graad van werkgelegenheid. Deze gedachtengang lijkt sterker dan zij is, hetgeen intussen door de geschiedenis van de flexibele wisselkoersen sinds 1973 wordt bevestigd<sup>6</sup>.

Op 30 oktober 1978 werd de VS-dollar, gelet op de waarde van deze geldeenheid tot dan toe, heel goedkoop. Daarmee werd een te groot beroep op het Amerikaanse gevoel van monetaire eigenwaarde gedaan, terwijl tevens duidelijk werd dat een te zwakke dollar economisch nadelig is. De oorzaak van dit alles was de grote Amerikaanse inflatie van de jaren zeventig, die zo gemakkelijk kon ontstaan bij flexibele wisselkoersen. Bij stabiele koersen ontstaat dan een betalingsbalanstekort. Dat is bij flexibele koersen zonder interventie ofte wel 'clean floating' in beginsel niet het geval, mits de wisselkoers in voldoende mate naar beneden gaat.

Daarbij kunnen de exportprijzen echter dalen, respectievelijk de importprijzen stijgen tot een niet-acceptabel niveau. Dan is er geen evenwicht – zeker niet in de loop van de tijd – op de afzonderlijke goederen- en dienstenmarkten. Het buitenland kan dan als het ware genieten van weggeefprijzen, terwijl de import erg duur wordt. Dat was in de Verenigde Staten aan het einde van de jaren zeventig het geval en aan het einde van 1987 werd een vergelijkbare situatie bereikt. Dat was niet bemoedigend. De evenwichtbrengende koers werd te laag geacht; hierin school een harde praktische les.

'Clean floating', dat geldt intussen als historisch feit, had bedenkelijke consequenties. In feite valt daarmee de zorg voor betalingsevenwicht en voor dat land aanvaardbare verhoudingen op de afzonderlijke markten niet weg en is op zijn minst interventie nodig. De flexibele wisselkoers is bij gegeven nationale geldstelsels geen geschikt uitgangspunt voor de bepaling van het optimale monetaire circulatiegebied.

#### 4.2.3 De stabiele wisselkoers

In het kader van het Bretton-Woodstelsel bestonden in wereldverband stabiele wisselkoersen. Het is de vraag welke perspectieven deze koersen bieden voor de internationale monetaire stabiliteit binnen de Gemeenschap. Een combinatie van een volledig vrij kapitaalverkeer, waarin de interne markt voorziet, met een geheel autonoom nationaal monetair beleid, roept bedenkingen op. Als daarbij, hetgeen goed mogelijk is bijvoorbeeld in verband met een groot financieringstekort van de overheid, binnen een bepaald land een omvangrijke liquiditeitscreatie plaatsvindt, wordt de geldhoeveelheid uitgebreid. Het een en ander leidt, zolang een inflatoir effect achterwege blijft, tot een zekere daling van de intrest. Omdat in de overige EG-landen dit verschijnsel niet optreedt, leidt de geldcreatie reeds spoedig tot kapitaaluitvoer, want in het buitenland kan een hoger rendement worden behaald. Hierdoor worden de rentedaling en de liquiditeitscreatie voor een deel geëxporteerd.

In de landen waarop de kapitaalexport zich richt, vindt eveneens een zekere rentedaling en uitbreiding van de geldhoeveelheid plaats. De vraag rijst of deze landen een dergelijke gang van zaken zullen accepteren. Dat is waarschijnlijk niet het geval vanwege de omstandigheid dat op langere termijn een omvangrijke liquiditeitscreatie inflatoire, rente-opdrijvende effecten zal hebben. Gelet op deze verwachting ligt het voor de hand dat een land met een stijgende kapitaalimport zal overgaan tot een verkrapping van het monetaire beleid, waarmee de rentedaling wordt geëlimineerd. Dat zal echter leiden tot een verdere toeneming van de kapitaalimport. Hierbij past de opmerking dat bij vrij kapitaalverkeer een relatief groot overheidsfinancieringstekort en een daarop aansluitend intrestopdrijvend kapitaalmarktberoep hetzelfde effect heeft als de hier geschetste liquiditeitscreatie.

Op de keper beschouwd leiden een grote liquiditeitscreatie en een relatief omvangrijk financieringstekort tot monetaire instabiliteit. Reeds spoedig zal de gedachte veld winnen dat het land met een liquiditeitsverruimend monetair beleid, met een aanvankelijk dalende rente en met een potentieel inflatiegevaar, c.q. met een groot financieringstekort hetgeen noopt tot een substantieel kapitaalmarktberoep van overheidswege, een zwakke valuta heeft. De valuta van een land met een krap monetair beleid en een relatief gering financieringstekort zal als sterk worden beoordeeld.

Deze valutabeoordeling zal snel leiden tot bepaalde verwachtingen wat betreft wisselkoersaanpassingen. Zij zal speculatieve kapitaalbewegingen oproepen, die niet, of althans niet in voldoende mate, met interventies kunnen worden weerstaan. Reeds spoedig zal wisselkoersaanpassing plaatsvinden, welke met een beter beleid had kunnen worden voorkomen.

De Gemeenschap is met het huidige Europese Monetaire Systeem – dat, zoals nog nader zal blijken, institutioneel zwak is – en de grote autonomie van de lidstaten, wat betreft hun economisch en budgettaire beleid, zeer ontvankelijk voor monetaire crisissituaties zoals hier beschreven. Bijgevolg vormen nationale geldstelsels met stabiele wisselkoersen niet het optimale monetaire circulatiegebied voor de Europese Gemeenschap.

#### **4.2.4 De vaste wisselkoers**

Ten derde is een vaste wisselkoers mogelijk in die zin dat bij gegeven fiduciaire geldstelsels de koers als onveranderlijk door de overheden wordt vastgesteld en gehandhaafd. Deze koers, die binnen internationale monetaire verhoudingen nog vrijwel niet in praktijk is gebracht, sluit een hoge graad van monetaire integratie in <sup>7</sup>. Zij impliceert immers de afspraak dat de groei van de nationale geldhoeveelheden niet zo mag zijn dat tot devaluatie, respectievelijk revaluatie tussen de integrerende landen onderling moet worden overgegaan. De beweging van de nationale prijsniveaus ten opzichte van elkaar wordt daarmee gelimiteerd. De landen blijven hierbij in beginsel autonoom; de zorg voor het nationale betalingsbalansevenwicht blijft bestaan, omdat – als deze er niet is – de vaste koers niet gehandhaafd kan worden. Periodiek kunnen zich dan ook, met name als het kapitaalverkeer nog niet geheel vrij is, betalingsbalansonevenwichtigheden voordoen. Dat kan echter nooit in die mate geschieden dat wisselkoerswijziging tussen de landen onderling nodig is, want die is immers uitgesloten.

Met de begrensde periodieke betalingsbalansonevenwichtigheden wordt echter, via wijzigingen in de prijsverhoudingen, invloed uitgeoefend op de gang van zaken op de onderscheiden goederen- en dienstenmarkten. Een land met een deflatoire monetaire politiek en een betalingsbalansoverschot ziet zijn exportindustrie sterk uitbreiden, terwijl de industrie die overwegend voor de eigen markt produceert, relatief weinig groeit. Er vindt een sterke produktiespecialisatie in internationale richting plaats. Een land met een inflatoire



monetaire politiek en een betalingsbalanstekort verkeert in een tegenovergestelde situatie.

De betalingsbalansonevenwichtigheden, zoals hier geschetst, leiden tot tijdelijke afwijkingen van de gewenste produktiestructuur op de lange termijn. Binnen het kader van de reeds omschreven monetaire stabiliteit is het de intentie om in de 'long run' te komen tot economische groei door technische vooruitgang, produktiespecialisatie en internationale handel. Dat proces kan zich het best voltrekken in een monetair kader waarin bovenomschreven kortetermijnafwijkingen, die tijdelijk tot te grote of te kleine produktiespecialisatie in internationaal verband leiden, niet optreden. De gewenste ontwikkeling op lange termijn vereist monetaire stabiliteit in en tussen de deelnemende landen. Het een en ander betekent een uitbreiding van het begrip monetaire stabiliteit zoals het tot nu toe aan de orde was. Tot dusverre ging het om stabiliteit in de loop van de tijd, in die zin dat de geldeenheid continu de functie reken-, ruil- en spaarmiddel uitoefent. Nu gaat het ook om geografisch-ruimtelijke stabiliteit, in die zin dat de wisselkoersen die valuta's verbinden stabiel zijn. Zo'n monetair kader biedt de vaste wisselkoers nog niet. Zij is weliswaar een belangrijke stap in de richting van het optimale monetaire circulatiegebied, met name naarmate het kapitaalverkeer wordt vrijgemaakt. Maar vanwege de omstandigheid dat steeds een terugval naar de stabiele, respectievelijk flexibele wisselkoers mogelijk is, is zij nog niet het eindpunt.

#### 4.2.5 Prijsniveau en prijsverhoudingen

De gedachtengang kan worden voortgezet met een opmerking over het economisch evenwicht op afzonderlijke goederen- en dienstenmarkten. Daartoe is een mogelijkheid gewenst voor wijzigingen in prijsverhoudingen, waarbij de prijs van het goed in een sector met grote technische vooruitgang kan dalen en in die met weinig technische vooruitgang kan stijgen. Het een en ander dient te geschieden op een aanvaardbare wijze met betrekking tot het prijsniveau.

Het is nodig in dit verband te overwegen dat het gehele proces zich voltrekt in de loop van de tijd. Dit tijdselement betekent in beginsel de oriëntatie vanuit een recent verleden op een nabije toekomst. Daarom heeft het tijdsaspect iets objectiefs en iets subjectiefs. Het objectieve verwijst naar wat voorbij is; het subjectieve naar hetgeen komen gaat. De bepaling van de prijsverhoudingen waarover zoëven sprake was, geschiedt vanuit het recente verleden ofte wel op basis van het objectieve in het tijdselement. Zo ontstaat het verwachtingenpatroon dat kenmerkend is voor het fiduciaire geld. De economische subjecten oriënteren zich immers wat betreft hun idee omtrent de gewenste prijsvorming steeds vanuit het nabije verleden, in die zin dat de prijs van goed A gisteren in beginsel ook de prijs van goed A van vandaag behoort te zijn. Dat is althans de situatie in de westerse wereld, waar het nominalisme is aanvaard; hetgeen inhoudt dat een geldeenheid voor het economisch verkeer gelijk is aan zichzelf in de loop van de tijd. Hieruit volgt dat ter stabilisering van het prijsniveau een beheersing van de geldhoeveelheid past conform de ontwikkeling van het reële inkomen. Hierin ligt reeds de overgang naar het subjectieve in het tijdselement, waarbij het gaat om de bepaling van de marginale nuts- en prijsverhoudingen voor het bereiken van evenwicht op de afzonderlijke markten. Daarbij is in het recente verleden binnen de produktiesector een bepaalde eindproductenmutatie gepland, die tot wijziging van de prijsverhoudingen kan leiden.

Terwijl de mutatie in de geldhoeveelheid is gegeven met het objectieve in het tijdselement, is er vervolgens – gelet op het subjectieve – een mogelijkheid voor verandering in de prijsverhoudingen. Vervolgens legt de verhouding van het objectieve tot het subjectieve gewicht in de schaal. Conform het objectieve is er in beginsel een constant prijsniveau in de loop van de tijd. Maar het objectieve is slechts tijdelijk. Het objectieve van vandaag is het subjectieve van gisteren. De prijsverhoudingen van gisteren bij gegeven nominale prijzen, plus de eind-

produktenmutatie van gisteren op vandaag, bepalen de geldhoeveelheid die gewenst is, respectievelijk het prijsniveau. In een samenspel tussen productie en consumptie worden vervolgens de nieuwe prijsverhoudingen bepaald. Dat is het subjectieve van vandaag en dit is het objectieve van morgen. De ontwikkeling van het prijsniveau en van de prijsverhoudingen op de omschreven wijze leidt tot monetaire stabiliteit, alsmede tot een flexibiliteit die binnen een markteconomie nodig is.

#### 4.2.6 Optimale monetaire regio

De vraag is welke eisen na het voorgaande aan de wisselkoersvorming moeten worden gesteld. Bij de wisselkoersvorming, die zal leiden tot in- en extern evenwicht, staat voorop dat zij de resultante is van een vrij internationaal economisch en monetair verkeer bij bepaalde prijsniveaus en prijsverhoudingen.

Binnen het geschetste kader kunnen de prijsniveaus en de prijsverhoudingen bewegen in de loop van de tijd. Die bewegingen kunnen in de onderscheiden landen verschillend zijn. Hieruit volgt dat voor het simultane betalingsbalans- en marktevenwicht mogelijk ook de wisselkoers bewegen zal, want zij verbindt het prijsniveau en de prijsverhoudingen van onderscheiden landen op een bepaald tijdstip.

Hierbij heeft iedere prijs qua nominale grootte en qua verhouding op elk moment een bepaalde functie. Enerzijds heeft zij die met betrekking tot het prijsniveau in de loop van de tijd en anderzijds met betrekking tot de prijsverhoudingen op een bepaald tijdstip. Daarbij zorgt de wisselkoers voor een verbinding waartoe vanuit economisch-theoretisch gezichtspunt zij aan twee eisen moet voldoen. Op de eerste plaats moet zij kunnen bewegen in de loop van de tijd. Ten tweede moet zij vast liggen op een bepaald moment, in die zin dat haar hoogte op elk tijdstip dient te worden bepaald door de relatie tussen de prijsniveaus en de prijsverhoudingen in de onderscheiden landen.

Omdat de flexibele, de stabiele en de vaste wisselkoers niet de zekerheid bieden dat de monetair-evenwichtige wisselkoers – waaronder wordt verstaan die koers waarmee bovenomschreven simultaan evenwicht wordt bereikt – tot stand zal komen, vormen gescheiden geldstelsels nimmer een optimale situatie. Dat is van belang voor de gewenste toekomstige monetaire orde binnen de Europese Gemeenschap.

De Westeuropese geldstelsels zijn traditioneel nationaal van aard. Maar door de economische en monetaire vervlechting van de volkshuishoudingen groeit, met name binnen de EG, een pressie tot uitbreiding van dit traditionele monetair-geografische gebied. Vanuit economisch-theoretisch gezichtspunt is een uitbreiding gewenst, omdat het prijsniveau en de prijsverhoudingen bij één geldstelsel kunnen leiden tot een betere produktiestructuur dan bij gescheiden geldstelsels. Wanneer potentieel het geld als reken-, ruil- en spaarmiddel is aanvaard in een gebied, groter dan de natie en verder voorwaarden zijn geschapen voor een effectief beleid binnen zo'n regio – gericht op prijsstabiliteit en andere macro-doeleinden – resteert nog slechts als beperking de mogelijkheid het supranationale geld juridisch als betaalmiddel te laten fungeren.

Concluderend kan worden vastgesteld dat de grenzen van het circulatiegebied voor een valuta worden bepaald door drie factoren en wel het functioneren van het geld als reken-, ruil- en spaarmiddel, een effectief beleid waarmee onder andere kan worden zorggedragen voor een stabiel prijsniveau en het functioneren van het geld als betaalmiddel. Gegeven de theoretisch gemotiveerde wens het circulatiegebied zover mogelijk uit te breiden, vormen deze drie factoren een beperking voor de omvang ervan; niet in een negatieve correlatie, maar alternatief. Het gaat om drie voorwaarden waaraan binnen één circulatiegebied gelijktijdig moet zijn voldaan. Als één van de drie niet meer is vervuld kan

de grens van het circulatiegebied worden getrokken. Hier ligt de kern van de 'optimum currency area', die past voor de Europese Gemeenschap.

### 4.3 Monetaire en economische stabiliteit als EG-vraagstuk

#### 4.3.1 Inleiding

Tot diep in de jaren zestig had het wetenschappelijk denken over integratie nog met enige nadruk een liberaal karakter. Daarbij werd het slechts nodig geacht belemmeringen voor vrijhandel weg te nemen en dienden nationale geldstelsels met een grote mate van wisselkoersstabiliteit naast elkaar te bestaan.

Vanuit praktisch gezichtspunt werd dit integratie-ideaal verwerkelijkt per 1 juli 1968 met de creatie van de douane-unie van de zes oorspronkelijke lidstaten. Later hebben Engeland, Ierland en Denemarken zich hierbij aangesloten; Griekenland, Spanje en Portugal bevinden zich nog in een aansluitingsfase. In feite ging het bij dit alles om niet meer dan de creatie van een douane-unie.

Het internationale verkeer kende ook beperkingen op het monetaire vlak, die eveneens gaandeweg goeddeels werden opgeheven. Het lopende betalingsverkeer werd aan het einde van 1958 reeds geheel geliberaliseerd en in de jaren zestig werd ook het kapitaalverkeer voor een goed deel vrijgemaakt. Recentelijk is deze liberalisering nog substantieel uitgebreid. In zoverre zijn de liberale negatieve integratie-ideeën praktisch verwerkelijkt.

Daarbij deed zich echter nog een ander verschijnsel voor. Naarmate de realisering van de douane-unie gestalte kreeg, werd steeds duidelijker dat met negatieve integratie niet kan worden volstaan. Weliswaar was tot aan het einde van de jaren zestig min of meer impliciet aanvaard dat het binnen de EG gaat om integratie van liberaal-vrije maatschappijen, maar in feite is dat niet het geval.

De integratie van de Gemeenschap heeft betrekking op gemengde volkshuishoudingen, met een particuliere en een collectieve sector. In dit stadium van de beschouwing is het begrip integratiegraad van belang. Dit begrip heeft betrekking op de integratie-intensiteit, die kan variëren van nul (volledige scheiding) tot één (eenheid). De structuur van de gemengde volkshuishouding heeft als consequentie, dat – als wordt gestreefd naar integratie met een hoge graad, hetgeen binnen de Gemeenschap het geval is – niet kan worden volstaan met negatieve integratie. Er is meer nodig.

Het is dan ook begrijpelijk dat een tweeledige herbezinning op de éénwording binnen de Gemeenschap plaatsvond. Daarbij werd – ten eerste – een positieve integratie nodig geacht. In feite is hieraan, zoals reeds gezegd, binnen de EG van meet af aan wel het een en ander gedaan.

Niettemin kreeg na de voltooiing van de douane-unie de positieve integratie met name in het begin van de jaren zeventig een nieuwe impuls, in die zin dat de vorming van een economische en monetaire unie als nieuw groots ideaal op de EG-agenda kwam. Als direct vervolg op de realisering van de douane-unie, dat was de gedachtengang, zou de Gemeenschap een economische en monetaire unie moeten verwerkelijken. Een lichtelijk overdreven idealisme was daarbij merkbaar. Het zou gaan om de creatie van één geldeenheid voor de gehele EG; het zou een 'Phoenix' worden of een 'Euror' dan wel een Ecu.

Er is binnen de Gemeenschap sinds het begin van de jaren zeventig ernstig gestreefd naar integratie in deze richting. De Gemeenschap heeft tot voor enkele jaren de nadruk gelegd op de vorming van een economische en monetaire unie. Het is niet zo verwonderlijk dat de activiteiten in deze richting maar

matige resultaten hebben opgeleverd. In feite is – zoals reeds opgemerkt – niet veel meer bereikt dan een beperkte éénwording op monetair gebied. Ondanks het relatieve succes moet het EMS nog steeds als een zwakke vormgeving van positieve integratie worden aangemerkt.

#### 4.3.2 Voortgaande negatieve integratie

Intussen werd vooral tijdens het functioneren van het EMS duidelijk dat de negatieve integratie nog niet is voltooid. De effecten van de douane-unie zijn goeddeels uitgewerkt. De integratie, waarbij het uitsluitend gaat om uitbreiding van de onderlinge handel, is voor de EG-lid-staten gaandeweg van minder betekenis geworden. Echter, de douane-unie is nog geen interne markt voor gemengde volkshuishoudingen, waarbij de onderlinge grenzen economisch geheel zijn opgeheven. Dat werd vooral in het begin van de jaren tachtig in toenemende mate duidelijk en leidde tot een tweede vorm van herbezinning op het EG-integratieproces, waarbij het vooral ging om het antwoord op de vraag of de negatieve integratie niet moest worden voortgezet.

Binnen een gemengde volkshuishouding bestaan velerlei regelingen die tot nationale marktbeperking leiden. Men denke bijvoorbeeld aan bepalingen met betrekking tot overheidsopdrachten, aan de belastingwetgeving en aan restricties voor het kapitaalverkeer. Met de vorming van de douane-unie waren dus nog lang niet alle belemmeringen weggenomen om te komen tot één markt binnen de Gemeenschap.

Het is opmerkelijk dat de gedachtengang in deze richting pas tegen het midden van de jaren tachtig werd geconcretiseerd. De vraag op welke wijze het negatieve EG-integratieproces in de loop van de tijd gestalte moest krijgen werd opnieuw actueel en leidde in december 1985 tijdens de intergouvernementele conferentie te Luxemburg tot de aanvaarding van de Europese Akte, die zegt in artikel 8a: 'De Gemeenschap stelt de maatregelen vast, die ertoe bestemd zijn de interne markt geleidelijk tot stand te brengen in de loop van een periode, die eindigt op 31 december 1992. De interne markt omvat een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal is gewaarborgd volgens de bepalingen van dit Verdrag'.

Vervolgens zijn de concrete maatregelen die hiervoor nodig zijn beschreven in het bekende Witboek, terwijl de perspectieven welke de interne markt biedt werden bestudeerd in de rapporten van commissies onder leiding van Padoa-Schioppa en Cecchini.

Het voorgaande bevat de vraag of de Gemeenschap bij de concrete vormgeving van de integratie wel een gelukkige volgorde heeft gekozen. Was het niet beter geweest om na de voltooiing van de douane-unie voort te gaan met de nadruk te leggen op negatieve integratie en vooral te streven naar de realisering van een interne markt in plaats van naar een snelle verwezenlijking van een economische en monetaire unie? Waarschijnlijk is dat het geval.

Intussen echter is het een historisch feit dat de volgorde zoals beschreven is gekozen. Hierdoor staat momenteel de vorming van een interne markt vooraan op de EG-agenda.

Het is opmerkelijk dat het streven in die richting een onverwacht grote maatschappelijke weerklank oproept. Weliswaar was dat met de economische en monetaire unie in het begin van de jaren zeventig ook het geval. Maar de weerklank bleef in die dagen toch goeddeels beperkt tot journalistieke sympathie zonder verdere sociaal-economische consequenties. Dat is nu anders. De interne markt als hét ideaal voor 1992 wordt momenteel in brede maatschappelijke kring intens beleefd als uitdaging. Dat is een opmerkelijke gang van zaken.

De samenleving is zelf reeds – met name het bedrijfsleven – aan het realiseren, hetgeen voor 31 december 1992 als einddoel is gesteld. Dat is een belangrijk gegeven. Als zich in de naaste toekomst geen onverhoopte calamiteiten voordoen zal de realisering van de interne markt voortgaan. Er is op dit punt geen weg terug. In zoverre bestaat de toekomst van de Gemeenschap reeds nu in de vorming van de interne markt. Het is goed daarmee als feit rekening te houden. De desbetreffende markt vereist – opdat zij goed kan functioneren – een sociaal-economische en monetaire context, die is gekenmerkt door stabiliteit. In het vorige hoofdstuk zijn basisgedachten met betrekking tot de gewenste sociaal-economische en monetaire stabiliteit als context van de interne markt gelanceerd. Vervolgens gaat het er om deze gedachten concreet beleidsmatig te interpreteren.

#### 4.3.3 Interne markt en betalingsbalans

Bij een bezinning op de huidige situatie waarin de Gemeenschap verkeert is het gewenst steeds indachtig te zijn dat sinds 1958 reeds belangrijke positieve integratieresultaten zijn bereikt. Wie iets heeft, dat is een oude levenswijsheid, kan iets verliezen. De douane-unie, die in 1968 tot stand kwam, heeft een positief te waarden grote mate van vrijheid voor het handels- en betalingsverkeer binnen de Gemeenschap opgeleverd.

Dit resultaat kan echter worden bedreigd door sociaal-economische en monetaire instabiliteit, welke in concreto leidt tot betalingsbalansonevenwichtigheden. Het is nodig hiervoor een oplossing te zoeken. Daarbij is het geenszins denkbeeldig dat met de concrete regeling van zaken de bereikte integratieresultaten worden geëlimineerd. Dan wordt per saldo slechts een verplaatsing van nationalisme bereikt. Uiteraard is dat niet de bedoeling. Bijgevolg rijst de vraag hoe binnen de Europese Gemeenschap op weg naar een interne markt betalingsbalansproblemen kunnen worden opgelost, zonder aantasting van de integratieresultaten, zoals die tot dusver zijn gerealiseerd.

Voor het antwoord hierop is van belang dat ter eliminering van betalingsbalansonevenwichtigheden in beginsel vijf instrumenten ter beschikking staan. Deze zijn:

1. het nationale economische en monetaire beleid ter beheersing van het intrest-, loon- en prijsniveau;
2. invoerrechten ter beperking van de import;
3. convertibiliteitsbeperkingen in het kader van het lopend verkeer;
4. reglementering van het kapitaalverkeer over de grenzen heen;
5. wijziging van de wisselkoers.

Vervolgens gaat het er om of en in hoeverre met de creatie van de douane-unie en de integratie die verder binnen de Gemeenschap plaatsvond middelen ter handhaving, respectievelijk ter herstel van het betalingsbalans evenwicht uit handen zijn gegeven. Voor een behandeling van dit thema kan een betalingsbalanstekortsituatie als uitgangspunt worden genomen.

Het is erg moeilijk om dit deficit op korte termijn te elimineren met het eerste bovengenoemde instrument; dat is zeker het geval als – hetgeen tot dusver nog in een vrij grote mate het geval is – het economische en monetaire beleid in hoge mate als een nationale aangelegenheid wordt beschouwd. Uiteraard komen voor landen, die een douane-unie hebben gevormd, invoerrechten en convertibiliteitsbeperkingen met betrekking tot het lopend verkeer niet in aanmerking. Deze zouden immers leiden tot een afbraak van de unie, die zojuist is opgebouwd.

Tevens zijn een toenemende reglementering van het kapitaalverkeer en wisselkoerswijziging bedenkelijk. Als daartoe wordt overgegaan vindt per saldo slechts een verandering in het nationale economische en monetaire isolement plaats. Weliswaar worden dan door de creatie van de douane-unie de middelen

2 en 3 geëlimineerd en neemt het nationalisme af. Hier staat echter tegenover dat de middelen 4 en 5 versterking ondergaan, zodat het een en ander per saldo geen positieve integratieresultaten oplevert. Bijgevolg is een versterking van de middelen 4 en 5 voor landen, die serieus economische en monetaire integratie nastreven ongewenst.

Het een en ander speelt een rol in de geschiedenis van de Europese Gemeenschap. Reeds in de jaren 1968/1969 ontstonden betalingsbalansproblemen binnen de EG, voor de oplossing waarvan eigenlijk slechts het eerste bovengenoemde middel kon worden aangewend. Want het is nu eenmaal zo, dat tussen integrerende landen, die reeds een douane-unie hebben gevormd, de middelen 2 tot en met 5 niet passen. Deze middelen, die in feite correcties zijn van een te week beleid, beklemtonen immers een economisch nationalisme, dat aan integratie tegengesteld is.

In zo'n situatie ontstaan bijna onoplosbare problemen. Er is immers maar één middel overgebleven voor herstel van het betalingsbalansevenwicht en dat kan niet met voldoende kracht worden aangewend. Die situatie is onhoudbaar en dan is de kans groot dat, ondanks alle integratie-afspraken, toch de middelen 4 en 5 vroeg of laat worden aangewend. Zo'n gang van zaken sluit niet logisch aan op de douane-unie en past zeker niet voor de Gemeenschap op weg naar een interne markt. Dat moge zo zijn; het is echter wel mogelijk dat het op de aangeduide wijze gaat.

Hiermee is het voor integrerende landen gegeven dat ter oplossing van betalingsbalansproblemen slechts het eerstgenoemde middel resteert. Daarom komt het er op aan een kader te scheppen, waarbinnen dit middel – het interne economische en monetaire beleid – effectief werkzaam kan zijn. Zo'n kader kan slechts worden verkregen door, in aansluiting op een douane-unie respectievelijk een interne markt, een verdergaande economische en monetaire eenwording.

Deze gedachtengang kan worden verdiept door – in directe aansluiting op het vorige hoofdstuk – de consequenties te schetsen van wisselkoerswijziging voor de produktiestructuur. Tot op een bepaalde hoogte is, internationaal gezien, het prijsniveau van een land autonoom. Bijgevolg is een onevenwichtige ontwikkeling ervan mogelijk. Een land met een relatieve inflatie – daar stijgt internationaal gezien het prijsniveau – wordt voor het buitenland vrij duur. Dat heeft – hier ligt een duidelijke relatie met het vorige hoofdstuk – belangrijke gevolgen voor de produktiestructuur.

Terwijl de betalingsbalans een tekort oplevert, oriënteert de produktie zich al te veel op de binnenlandse markt. In het omgekeerde geval – bij een relatieve deflatie en een betalingsbalansoverschot – zal de exportindustrie onevenwichtig ver uitbreiden. De scheefgroei kan gemakkelijk zover gaan dat wisselkoerswijziging zich als onvermijdelijk voordoet. De groeiende noodzaak daartoe zal, als de lopende rekening rode cijfers toont, door velen worden aangevoeld. Dan zal spoedig een zeker wantrouwen ontstaan met betrekking tot de koers van de desbetreffende valuta. Dat wantrouwen kan – hiervan zijn intussen vele voorbeelden – leiden tot een speculatieve kapitaalafvloei, die zo'n grote aanslag op de officiële reserves met zich meebrengt, dat een devaluatie in feite wordt afgedwongen.

Uiteraard is dit alles op omgekeerde wijze van toepassing als een land een omvangrijk lopende rekeningoverschot heeft. Dergelijke wisselkoerswijzigingen zijn bedenkelijke verschijnselen. Re- en devaluaties binnen het kader van het EMS zijn op de keper beschouwd harde maatregelen, die het begin zijn – als het goed is – van een ordening van zaken, die duidelijk uit de hand zijn gelopen. Zij moeten met nazorg vooral wat betreft de ontwikkeling van het nationale

prijsniveau, leiden tot een evenwichtige heroriëntatie van scheefgegroeide handel en industrie. Uiteraard is het veel beter deze scheefgroei te voorkomen. Dat is dan ook, kort gezegd, hét motief voor macro-economische en monetaire stabiliteit als context van de interne markt.

#### 4.3.4 **Achtergronden van de wisselkoersvorming**

Na de bespreking van de gewenste wisselkoersvorming binnen de interne markt gaat met een bepaalde vanzelfsprekendheid de aandacht uit naar de gang van zaken in de realiteit. Daarbij is van belang dat het huidige internationale monetaire bestel een eigenaardige structuur heeft.

Reeds aan het einde van de jaren vijftig werd in de westerse wereld het lopende betalingsverkeer geliberaliseerd. Nadien werden, zelfs nog recentelijk, binnen de Gemeenschap belangrijke stappen gezet in de richting van een praktisch vrij kapitaalverkeer. De interne markt zal ultimo 1992, misschien reeds eerder, gekenmerkt zijn door volledige formele vrijheid met betrekking tot kapitaaltransacties.

Deze convertibiliteit vormt intussen een hoeksteen voor de internationale monetaire verhoudingen. Het betalings- en kapitaalverkeer van met name de Verenigde Staten, West-Europa, Japan en andere Aziatische landen kent praktisch geen nationale grenzen meer.

Tegelijkertijd echter wordt sinds de val van het Bretton-Woodsstelsel in 1973 het nationale karakter van de valuta's bij de wisselkoersvorming beklemtoond. Dat is inherent aan het huidige systeem van flexibele wisselkoersen met interventies ofte wel 'managed floating'. Op de keper beschouwd is hierbij sprake van een tegenstelling. Terwijl enerzijds de convertibiliteit beduidend toenam, is anderzijds de traditionele wisselkoersstabiliteit, die gedurende decennia kenmerkend was voor het Bretton-Woodsstelsel, goeddeels prijs gegeven.

Deze contradictie moest wel leiden tot internationale monetaire instabiliteit, ook binnen de Europese Gemeenschap. Dat wordt al spoedig duidelijk met een bespreking van de factoren, die sinds het begin van de jaren zeventig overwegend bepalend zijn voor de wisselkoersvorming.

Traditioneel gaat het hierbij op de eerste plaats om de verhouding van de nationale prijsniveaus, hetgeen theoretisch is bevestigd met de aanvaarding van de relatieve koopkrachtpariteitentheorie. Tijdens het Bretton-Woodssysteem was de wisselkoersvorming in hoge mate afhankelijk van de verhouding van de nationale prijsniveaus en de participatie van de landen in het internationale economische verkeer.

Als in een land het prijsniveau laag was, leidde dat tot importbeperking en exportvergroting, met als resultaat een overschot op de lopende rekening. Dan werd de tijd rijp voor bijvoorbeeld een revaluatie, waardoor de export zou verkleinen en de import toenemen. Dan zou het lopende rekeningoverschot verminderen. Het desbetreffende surplus was destijds eigenlijk alleen voor het land in kwestie van belang. De reserves van dit land namen toe. Weliswaar had dat zijn keerzijde. Het overschot leidde noodzakelijkerwijs tot een tekort elders. Maar dit laatste was doorgaans gespreid en had daardoor geen directe invloed op de koersen. Bijgevolg was de zorg voor betalingsbalansevenwicht hoofdzakelijk een aangelegenheid voor elk land afzonderlijk. Deze eigenschap van het Bretton-Woodsstelsel als 'basket system' komt in hoofdstuk 4.4 nader aan de orde.

Waar het om gaat is dat bij een relatief hoog prijsniveau de relatieve koopkrachtpariteitentheorie leert dat het een en ander zal leiden tot een grote

import, terwijl de export stagneert. Dan ontstaat een lopende rekeningtekort met een neerwaartse druk op de wisselkoers. Bij een systeem van vrije koersvorming zal dan de externe waarde van de geldeenheden dalen.

Naast de verhouding van de nationale prijsniveaus is, als tweede factor, de wisselkoersvorming afhankelijk van de renteverhoudingen in internationaal verband. Tijdens het Bretton-Woodsstelsel was dat nog slechts in beperkte mate het geval, maar sinds de overgang naar zwevende koersen is de situatie sterk gewijzigd. Reeds in de jaren zestig is de rentegevoeligheid van vooral het korte kapitaalverkeer sterk vergroot.

Als in een land de intrest laag is, zal dit bij gegeven convertibiliteit leiden tot kapitaalexport en daarmee tot een neerwaartse druk op de wisselkoers, respectievelijk een zekere egalisering van de nationale intrestniveaus. Hiermee kan worden bijgedragen aan de vorming van internationale monetaire instabiliteit.

Er is nog een derde wisselkoersbepalende factor. In het algemeen is het zo dat een geldeenheden vandaag functioneert als reken-, ruil- en spaarmiddel op basis van de verwachting – die steunt op de ervaring van gisteren – dat zij morgen op vergelijkbare wijze dienst zal doen. Dit gegeven speelt ook een rol met betrekking tot het functioneren van geldeenheden naast elkaar.

Daarbij kan zich de situatie voordoen dat geldeenheden A gisteren ten opzichte van geldeenheden B in waarde is gestegen, hetgeen vandaag wordt geconstateerd, op basis waarvan de autonome verwachting ontstaat dat de stijging zich morgen zal voortzetten. Uiteraard heeft bij zo'n gang van zaken de wisselkoersvorming geen reële basis en zullen autonome verwachtingen in de loop van de tijd slechts leiden tot instabiliteit.

Als bij wijze van voorbeeld een wisselkoers steeds maar stijgt vanwege optimistische verwachtingen wat betreft een verdere stijging – dat was met de VS-dollar van medio 1983 tot begin maart 1985 het geval – krijgt deze het karakter van een zichzelf vervullende profetie, totdat – want ook bij de wisselkoersvorming groeien de bomen niet tot aan de hemel – een omslagpunt wordt bereikt. Koersstijging, die wordt veroorzaakt door optimistische verwachtingen met betrekking tot een verdere stijging is een gevaarlijk, rationeel-inconsequente aangelegenheid, die onder andere kan leiden tot ontwrichtende valutaire speculaties.

#### **4.3.5 Lopende rekening en overheidsfinanciën**

De beschouwing over de monetaire en economische context van de interne markt mondde uit in de conclusie dat de EG behoefte heeft aan vergroting van de wisselkoersstabiliteit. Deze behoefte wordt groter naarmate de interne markt werkelijkheid wordt. Daarom wordt het beeld van de Europese Gemeenschap in 1995 goeddeels bepaald door de mate waarin de macro-economische en monetaire stabiliteit verwezenlijkt kan worden. Het is echter de vraag of in het kader van de positieve integratie de EG voldoende activiteiten ontplooit ter realisering van de gewenste stabiliteit. Deze vraag wordt nijpend na de analyse van de wisselkoersbepalende factoren.

Er is behoefte om in Gemeenschapsverband de verhouding van de nationale prijsniveaus te bewaken, de hoogten van de reële rente te harmoniseren en destabiliserende wisselkoersverwachtingen te voorkomen. Het moet dan ook van grote betekenis worden geacht dat de EG een beleidslijn ontwikkelt ter verwerkelijking van de gewenste stabiliteit.

Het ontwerp hiervan kan starten met een nadere aanduiding van de factoren, die in nationaal verband de wisselkoersstabiliteit bedreigen. Daarbij gaat de



aandacht uit naar de aangelegenheden die de evenwichtige verhouding van de nationale prijsniveaus en reële rentehoogten kunnen aantasten. Binnen de huidige concrete Westeuropese verhoudingen is dat het geval met de lopende rekeningposities en de financieringstekorten van de overheden.

Een tekort op de lopende rekening duidt immers op een relatief te hoog nationaal prijsniveau ofte wel inflatie, welke doorgaans gepaard gaat met een te sterke groei van de liquiditeitenmassa. In deze situatie zal de geldmarktrente vrij hoog zijn. Omdat de inflatie, en mogelijk andere factoren zoals een vrij grote vraag, aanleiding geeft tot looneisen, ligt een relatief sterke opwaartse beweging van de loonkosten per eenheid produkt voor de hand. Het gaat hierbij overwegend om ontwikkelingen op korte termijn die vooral van belang zijn voor het te voeren monetaire beleid, alsmede voor de regulering van de prijs- en loonvorming.

Een omvangrijk financieringstekort van een overheid zal leiden tot een groot kapitaalmarktberoep, waaraan kan worden voldaan door aanbod van reeds bestaande of van nieuw-gecreëerde liquiditeiten. Ook hierin schuilt een inflatiegevaar. Deze gang van zaken leidt tot vergroting van de overheidsschuld respectievelijk van de rentelast. Het een en ander zal een opwaartse druk betekenen wat betreft de rente met een nadelige invloed op economische groei en werkgelegenheid. Een hoge lange rente heeft twee nadelige consequenties<sup>8</sup>.

Op de eerste plaats betekent zij een rem voor de investeringen. In dit verband zijn enkele econometrische berekeningen uitgevoerd op verzoek van de Europese Commissie. Daarbij is uitgegaan van een daling van de lange rente met 0,8 procent, op basis van de verwachting dat de inflatie op een laag niveau zal blijven. Het een en ander zal leiden tot een stijging van het volume van de bedrijfsinvesteringen met ruim 2 procent in vier jaar. De jaarlijkse groei van de bedrijfsinvesteringen zal verder oplopen met 0,4 à 0,5 procent. Ten tweede is het niveau van de lange rente van betekenis voor de financieringstekorten van de overheid en de wijze waarop in de middelen, die in dit verband nodig zijn kan worden voorzien. De daling van de lange rente met 0,8 procent, waarvan zoëven sprake was, zal leiden tot een verkleining van het financieringstekort van de overheid met 0,5 à 0,6 procent van het bruto nationaal produkt. Dat is mogelijk door herfinanciering tegen een lagere rente bij aflossing. Dit kan, aldus de Commissie, in het bijzonder van betekenis zijn voor landen met een grote overheidsschuld.

Het is opmerkelijk dat de reële intrest, waarbij het hier gaat om de rente op lange termijn minus de inflatie, binnen de Gemeenschap doorgaans heel hoog is. Hiervoor zijn sinds het begin van de jaren tachtig in hoofdzaak drie redenen aanwijsbaar. Ten eerste vindt de financiering van het VS-lopende rekeningtekort voor een goed deel plaats door kapitaalimport, hetgeen in West-Europa de reële rente omhoog drijft. Op de tweede plaats volgt in West-Europa in een aantal landen de intrest niet in hetzelfde tempo de vermindering van de inflatie. In nauw verband hiermee heeft – ten derde – het grote beroep van de overheid op de kapitaalmarkt een renteverhogend effect.

Het gaat momenteel binnen de Gemeenschap dan ook vooral om een hoge reële rente, die een rem betekent voor economische groei en vooral voor de werkgelegenheid. Het betreft hier overwegend ontwikkelingen op lange termijn, die vooral van belang zijn voor het te voeren begrotingsbeleid. Hierbij bestaat uiteraard ook een verband met de regulering van de prijs- en loonvorming.

De wijze waarop de twee aangelegenheden – de lopende rekening en de overheidsfinanciën, vooral in onderling verband – deze rol kunnen spelen, is aangegeven in bijgaand schema waarin vier situaties zijn onderscheiden.

Schema lopende rekening/overheidsfinanciën-posities

Situatie	Lopende rekening	Overheidsfinanciën	Beoordeling
A	Overschot	Overschot	Stabiel
B	Tekort	Overschot	Instabiel
C	Overschot	Tekort	Instabiel
D	Tekort	Tekort	Labiël

Ervan uitgaande dat de financiering van het economisch proces niet een behoefte aan nieuwe liquiditeiten met zich meebrengt, maakt in situatie A de positie van de lopende rekening het gewenst dat kapitaal afvloeit, ten einde een té sterke groei van de liquiditeitenmassa te voorkomen. De mogelijkheden voor deze afvloeï worden in gunstige zin beïnvloed door het financieringsoverschot van de overheid. Dit overschot zal immers leiden tot een kapitaalmarkt aanbod, waardoor het niveau van de reële rente wordt gedrukt. Het geheel overziende is er sprake van een stabiele situatie.

Dat is niet het geval in B. Het tekort van de lopende rekening doet hopen dat het prijsniveau van het desbetreffende land relatief daalt, terwijl tevens ter wille van betalingsbalansevenwicht kapitaalimport gewenst is. De mogelijkheden hiervoor zijn echter beperkt vanwege het financieringsoverschot, hetgeen tot gevolg heeft dat de overheid als kapitaal aanbieder optreedt. Het een en ander betekent een druk op de reële rente. Het ligt voor de hand dat in deze situatie de wisselkoersverhoudingen gekenmerkt zijn door instabiliteit, hetgeen overwegend een gevolg is van de stand van de lopende rekening. Er is dan ook met name sprake van korte-termijninstabiliteit.

Dat is anders in situatie C. Het lopende rekeningoverschot maakt het andermaal gewenst dat kapitaal afvloeit. De vraag van de overheid naar kapitaalmarkt middelen drukt de reële rente echter naar boven, als gevolg waarvan de gewenste afvloeï wordt bemoeilijkt. Er is sprake van een labiele situatie, die met name op termijn gevaarlijk kan zijn als mogelijkwijs de lopende rekening een tekort gaat opleveren. De valuta van het desbetreffende land zal dan vooral internationaal vertrouwen verliezen, met als direct gevolg dat de verdere financiering van de overheidstekorten slechts kan geschieden door betaling van een nog hogere rente. Het zijn dus met name de overheidsfinanciën die de instabiliteit veroorzaken. Bijgevolg is er sprake van instabiliteit op langere termijn.

In situatie D is de positie van de lopende rekening identiek aan B. Het financieringstekort maakt het gewenst dat kapitaal vanuit het buitenland wordt aangetrokken. Wat betreft het renteniveau – dat hoog ligt – zijn de mogelijkheden hiervoor gunstig. Maar het lopende rekeningstekort zal leiden tot een negatieve beoordeling van de wisselkoersstabiliteit. Het vermoeden dat de situatie onvermijdelijk zal leiden tot een devaluatie impliceert dat de overheid bij het aantrekken van middelen vooral aan de buitenlandse belegger een hoge rente zal moeten betalen. Er is nu sprake van instabiliteit op korte en langere termijn, omdat zowel de lopende rekening als de overheidsfinanciën in een zorgvolle positie verkeren. Deze tweeledige instabiliteit kan worden aangeduid als labiël.

In de situaties B en D dient een verbetering op de eerste plaats te worden nagestreefd door – gegeven het lopende rekeningstekort – vergroting van de besparingen. Dat is momenteel bijvoorbeeld in de Verenigde Staten het geval<sup>9</sup>. In situatie C dient primair te worden gestreefd naar een verlaging van de over-

heidsuitgaven. Dat is een taak waarvoor zich onder andere Nederland gesteld ziet.

#### 4.3.6 Typering van EG-landen

Uiteraard gaat het er vervolgens om de EG-lid-staten te classificeren in het schema 'lopende rekening/overheidsfinanciën-posities'. Daartoe is in eerste aanleg bijlage A 'Economische en monetaire situatie in de EG-lid-staten' ontworpen met relevant cijfermateriaal. Vervolgens is, mede op basis van verdere achtergrondinformatie, het overzicht 'lopende rekening- en overheidsfinanciën-posities' ontworpen met een concrete indeling in A, B, C en D.

Deze 'typering van EG-landen' levert een duidelijk, maar tegelijk zorgwekkend resultaat op. Het is voor de hand liggend dat de Gemeenschap, gegeven de komende interne markt, moet streven naar vergroting van haar interne macro-economische en monetaire stabiliteit. Het is nodig de wisselkoersstabiliteit te versterken binnen een regio waarin praktisch vrij kapitaalverkeer bestaat. Het een en ander dient overwegend te geschieden door het nationale economische en monetaire beleid ter beheersing van het intrest- en prijsniveau constructief te coördineren. Immers, binnen een interne markt zijn andere middelen ter correctie van betalingsbalansonevenwichtigheden praktisch uit handen gegeven.

Het zal echter moeilijk zijn om de gewenste stabiliteit te realiseren. Twee landen – Griekenland en Portugal – verkeren de facto in een labiele situatie. Waarschijnlijk zullen zij op de korte noch op de lange termijn kunnen bijdragen aan de gewenste wisselkoersstabiliteit. De vraag rijst of het voor deze lid-staten überhaupt mogelijk is om in het gewenste streven naar wisselkoersstabiliteit met het oog op de komende interne markt te kunnen meedoen. Vervolgens verkeren België/Luxemburg, Ierland, Italië en Spanje in een instabiele situatie op lange termijn, met een tendens naar D. Het zal noodzakelijk zijn binnen deze lid-staten een stringent herstelbeleid te voeren met het oog op onevenwichtigheden op zowel de korte, als de lange termijn.

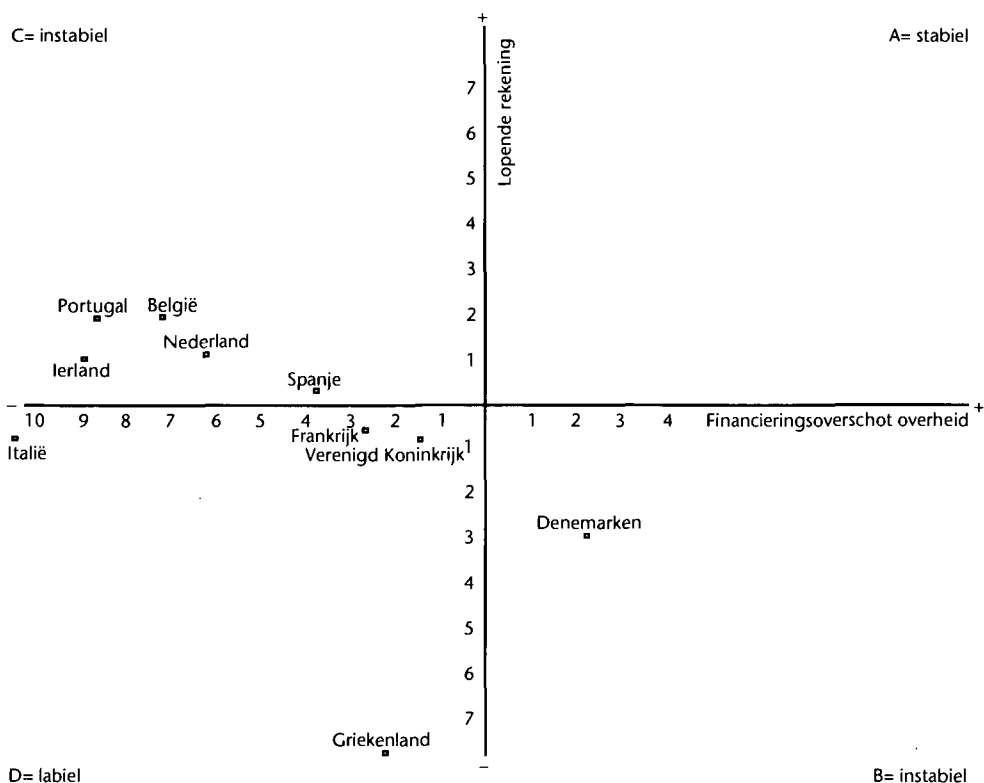
Overzicht lopende rekening- en overheidsfinanciënposities

Lidstaat	Lopende rekening	Overheidsfinanciën	Situatie
1. België/ Luxemburg	Lichte overschot-positie; met matige inflatie, maar hoge korte rente	Groot tekort; grote en groeiende overheidsschuld, hoge reële rente	C met lichte tendens naar D
2. Denemarken	Tekort, maar matige inflatie en geringe geldgroei; hoge korte rente	Begrotingsevenwicht, maar nog grote overheidsschuld en hoge lange rente	B/C met fragiele verbetering
3. West-Duitsland	Omvangrijk overschot met geringe inflatie en relatief lage korte rente	Substantieel tekort en groeiende overheidsschuld; niet al te hoge lange rente	C
4. Griekenland	Groot tekort, grote inflatie en grote geldgroei. Zeer hoge korte rente	Groot financierings-tekort en sterk groeiende overheidsschuld; zeer hoge lange rente	D

Overzicht lopende rekening- en overheidsfinanciënposities (vervolg)

Lidstaat	Lopende rekening	Overheidsfinanciën	Situatie
5. Frankrijk	Bijna in evenwicht, enige inflatie en hoge korte rente	Substantieel tekort en groeiende overheidsschuld; hoge reële rente	C met een lichte tendens naar D
6. Ierland	Overschot lopende rekening en matige inflatie, maar zeer hoge korte rente	Groot tekort, maar grote overheidsschuld en hoge lange rente	C met tendens naar D
7. Italië	Gering tekort lopende rekening en matige inflatie, maar grote geldgroei en hoge korte rente	Omvangrijk tekort, grote en groeiende staatsschuld en hoge lange rente	C met een tendens naar D
8. Nederland	Omvangrijk overschot met geringe inflatie; vrij hoge korte rente	Groot tekort en groeiende overheidsschuld; niet al te hoge lange rente	C maar iets zwakker dan West-Duitsland
9. Portugal	Bijna in evenwicht, maar vrij grote inflatie; zeer hoge korte rente	Groot financieringstekort, grote en groeiende overheidsschuld en zeer hoge lange rente	C met sterke tendens naar D
10. Spanje	Bijna in evenwicht met vrij grote inflatie, hoge korte rente en sterke geldgroei	Omvangrijk tekort en groeiende overheidsschuld; hoge lange rente	C met een tendens naar D
II. Verenigd Koninkrijk	Stijgend tekort met aantrekkende inflatie, hoge korte rente en sterke geldgroei	Matig tekort en dalende overheidsschuld; hoge lange rente	C

Dat is in mindere, maar toch ook in duidelijke mate het geval in de overige lidstaten. Elke EG-lidstaat kampt met problemen wat betreft de overheidsfinanciën, met Denemarken als broze – waarschijnlijk tijdelijke – uitzondering. Hiermee wordt de wisselkoersstabiliteit op lange termijn bedreigd. Op korte termijn is – zoals in één oogopslag te zien is in de grafiek ‘Lopende rekening en overheidsfinanciën – situatie 1987’ – het beeld gunstiger. Bijgevolg openen zich mogelijkheden voor beleidscoördinatie op korte termijn, die in het bijzonder gewenst is op het monetaire vlak.



#### 4.4 Perspectieven voor monetair beleid op gemeenschapsniveau

##### 4.4.1 Inleiding

De Europese Gemeenschap heeft behoefte aan een monetaire stabiliteit, welke in vier stadia kan worden gerealiseerd. Het gaat hierbij achtereenvolgens om de flexibele, de stabiele en de vaste wisselkoers en tot slot een gemeenschappelijke geldeenheid. De EG is nog niet verder gekomen dan het tweede stadium. Van de resultaten, die in dit verband sinds het begin van de jaren zeventig zijn bereikt, is door Szász verslag gedaan <sup>10</sup>.

De macro-economische context waarbinnen de interne markt zich bij voorkeur dient te ontplooiën zal gekenmerkt zijn door, vergeleken met de huidige situatie, verbetering van de voorzieningen wat betreft wisselkoersstabiliteit.

Op korte termijn kan deze stabiliteit worden bedreigd door onevenwichtigheden in de prijsniveauverhoudingen, de omvang van de liquiditeitscreatie, de hoogte van de geldmarktrente en de ontwikkeling van – in het bijzonder – de arbeidskosten per eenheid produkt. De bedreiging zal zich concreet uiten in onevenwichtige lopende rekeningposities.

Stabiele wisselkoersverhoudingen kunnen op lange termijn onder druk staan als financieringstekorten van de overheden bepaalde grenzen overschrijden. Hierbij spelen op de achtergrond een belangrijke rol de hoogte van de reële rente, de ontwikkeling van de overheidsschuldpositie en hiermee samenhangend de intrestlast.

Met betrekking tot de stabiliteit op korte termijn is, naast beheersing en regulering van het loon- en prijsniveau, het monetaire beleid van betekenis. De wijze waarop deze vorm van beleid ten behoeve van de wisselkoersvorming op gemeenschapsniveau kan worden gevoerd, is het thema van dit hoofdstuk. Daarbij gaat op de eerste plaats de aandacht uit naar hetgeen – gegeven de huidige internationaal-monetaire verhoudingen in het algemeen en binnen de Gemeenschap in het bijzonder, mede met het oog op de interne markt – in de naaste toekomst gewenst is. Vervolgens moet op tweeërlei wijze worden uitgegaan van de bestaande situatie. Dat is op de eerste plaats het geval wat betreft de beschikbaarheid van het monetair-politieke instrumentarium binnen de afzonderlijke lid-staten.

De bespreking van dit thema kan leren welke instrumenten in beginsel beschikbaar zijn ter realisering van beleidscoördinatie. Vervolgens gaat het om een omschrijving van hetgeen vanuit instrumenteel gezichtspunt binnen de Gemeenschap wat betreft monetaire beleidscoördinatie reeds is gedaan. Daarbij gaat, in nauwe aansluiting op het tweede hoofdstuk van deze studie, de aandacht uit naar de structuur van zowel het 'basket'- als het 'parity grid'-systeem. Omdat deze termen zijn ingeburgerd zal geen poging tot vertaling ervan worden ondernomen.

Het ligt voor de hand om vervolgens de vraag te stellen of en in hoeverre met een bepaalde coördinatie van het nationale instrumentarium de monetaire integratie binnen het kader van het EMS kan worden voortgezet en verbeterd. Bij de bespreking van dit thema zal naar voren komen dat de desbetreffende coördinatie vooral zal moeten plaatsvinden in het kader van de disconto- en openmarktpolitiek. Het een en ander vereist een institutionele versterking van het EMS. Een stap in die richting biedt verder perspectief voor monetair beleid op gemeenschapsniveau, met de bespreking waarvan dit hoofdstuk wordt afgerond.

#### 4.4.2 **Monetair beleid en wisselkoersvorming**

Gelet op de ontwikkeling van de wisselkoersvorming sinds de val van het Bretton-Woodsstelsel in het algemeen en binnen de Europese Gemeenschap in het bijzonder kan het thema op basis van vier vragen worden besproken<sup>11</sup>.

Het is nodig nu nogmaals even te herinneren aan de theoretische voorkeur wat betreft 'clean floating' tot in het begin van de jaren zeventig. De Bretton-Woodsval werd door voorstanders van 'clean floating' (zwevende koersen zonder interventie en/of stabiliserende maatregelen) met instemming begroet. De vraag kan echter worden gesteld: Valt, zoals door deze voorstanders werd betoogd, bij flexibele wisselkoersen inderdaad de zorg voor het betalingsbalansevenwicht weg – zodat elke koers als resultante van ongereguleerde vraag- en aanbodverhoudingen op de valutamarkten aanvaardbaar is – of is op zijn minst toch wel enige interventie nodig?

Reeds in de jaren zeventig werd onder andere de ervaring opgedaan dat bij 'clean floating' door wisselkoersverslechtering de exportprijzen kunnen dalen, respectievelijk de importprijzen stijgen tot een, vooral van ondernemerszijde, niet-acceptabel niveau. 'Wat door goed ondernemerschap is opgebouwd, kan door wisselkoerswijzigingen worden weggevaagd' klaagt Van der Klugt<sup>12</sup>. Dat was een harde praktische les, waaruit werd geleerd dat als vorm van monetair beleid ook bij zwevende koersen interventies nodig kunnen zijn. Daarmee is de eerste vraag beantwoord in die zin dat bij flexibele koersen de zorg voor betalingsbalansevenwicht niet wegvalt en interventie nodig kan zijn. Hierop sluit meteen de tweede vraag aan.

Als een bepaald betalingsbalans- en wisselkoersbeleid gewenst is door interventies van centrale banken, kan een land het betreffende beleid dan geheel op

zichzelf voeren of is een zekere coördinatie nuttig en nodig? Andermaal is de historie leerzaam. In de jaren zeventig leidde de neergaande dollarkoers vrijwel meteen tot een opwaartse druk met betrekking tot de, sterk geachte, West-Duitse mark en de Japanse yen. Gerekend vanaf 18 december 1971 was per 31 december 1978 de DM-koers, zoals die van de gulden, gestegen met 33,8 procent. Tegelijkertijd daalde de koers van het Engelse pond met 31,5 procent en van de Italiaanse lire met 37,9 procent. Zo ontstond in de periode 1971/1978, goeddeels als gevolg van de zwakke dollar, een verschil in koersontwikkeling binnen de Gemeenschap van bijna 70 procent. Het een en ander was een belangrijke oorzaak van het verval van het 'slang in de tunnel'-arrangement. Dit verval werd als onbevredigend ervaren, als gevolg waarvan op 13 maart 1979 het EMS van start ging. Voor de EG-landen was het immers duidelijk dat wisselkoersstabiliteit door coördinatie van interventies moet worden nastreefd.

Dezelfde ervaring werd in de jaren tachtig opgedaan in mondiaal verband. Op 22 februari 1987 kwam het zogenaamde Louvre-akkoord tot stand, waarbij de Verenigde Staten, Japan en West-Duitsland het voornemen uitspraken de dollarkoers tegenover de yen en de D-mark globaal op het bestaande niveau te stabiliseren. Voor het bereiken van dit doel zou gezamenlijk worden geïnterveneerd. Daarmee was de vraag of een coördinatie van interventies bij het streven naar wisselkoersstabiliteit gewenst is, positief beantwoord. Uiteraard liet dit onverlet dat interventies naar hun aard een zwak middel zijn voor het veilig stellen van wisselkoersstabiliteit.

Vervolgens rees de derde vraag. Als een gecoördineerde interventie in een behoefte voorziet, kan dan verder het monetaire beleid van een land geheel los van de betalingsbalans- en wisselkoersontwikkeling worden gevoerd of is dat niet het geval? Zoals reeds aan de orde was in hoofdstuk 4.3 is, naast de verhouding van de nationale prijsniveaus, de wisselkoersvorming afhankelijk van de renteverhoudingen in internationaal verband.

Reeds in de jaren zestig is de rentegevoeligheid van vooral het korte kapitaalverkeer sterk vergroot. Het een en ander leidde tot een zekere egalisering van de nationale intrestniveaus, waarbij gelijktijdig het traditionele monetaire-politieke instrument, het discontobeleid, aan effectiviteit verloor.

Met een discontoverhoging wordt beoogd de geldmarkt te verkrappen en de groei van de liquiditeitenmassa te beperken. De relatieve rentestijging zal echter kapitaalimport bewerkstelligen, hetgeen een vergroting van de liquiditeitenmassa betekent, waarmee het bereiken van het oorspronkelijke doel wordt verhinderd. In het begin van de jaren zeventig poogden de EG-landen dit te voorkomen met, mede ter verwerkelijking van stabiele wisselkoersen, bepaalde kapitaalrestricties en de aanwending van andere monetair-politieke instrumenten.

Er kwam een duidelijke relatie tussen de intrestniveaus en het monetaire beleid in de EMS-landen, hetgeen door empirisch onderzoek is bevestigd<sup>13</sup>. Zo werd het nodig geacht om naast interventies het interne monetaire beleid mede af te stemmen op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie, waarmee ook de derde vraag positief is beantwoord.

Intussen is allerwege een streven naar vrijmaking van het kapitaalverkeer waarneembaar. Binnen de Gemeenschap zal deze liberalisatie, als onderdeel van de creatie van de interne markt, worden voltooid in 1992 of eerder. Op het monetaire vlak moeten de lid-staten dan, ten einde instabiliteit te voorkomen, in de pas lopen. Dat leidt speciaal met betrekking tot de EG-lid-staten tot de vierde laatste vraag. Kan de gewenste afstemming van het monetaire beleid op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie in nationaal verband worden

bereikt of is ook hier een coördinatie op het internationale vlak te prefereren?

Als een land kampt met een tekort op de lopende rekening, een relatief hoog prijsniveau en een hoge nominale rente zal de valuta van de desbetreffende lidstaat als zwak worden beschouwd. Het vermoeden dat een wisselkoersaanpassing niet kan uitblijven zal binnen EMS-verband dan al spoedig leiden tot speculatieve kapitaalbewegingen die niet, of althans in onvoldoende mate, met interventies kunnen worden weerstaan. Zij hadden voorkomen kunnen worden met een goed en gecoördineerd beleid. Het is dan ook van belang dat verwachtingen met betrekking tot de wisselkoersontwikkeling met een juist en gecoördineerd beleid worden gekanaliseerd, opdat zij geen mede-oorzaak worden van monetair-destabiliserende gebeurtenissen. Hiermee is ook de vierde vraag in beginsel positief beantwoord, in die zin dat een internationale coördinatie van het monetaire beleid met het oog op de wisselkoersvorming, vooral binnen de Gemeenschap als deze vrij kapitaalverkeer kent, nuttig en nodig is.

#### 4.4.3 Beschikbare instrumenten

Als coördinatie van het monetaire beleid binnen de Gemeenschap in de naaste toekomst in sterkere mate gewenst is dan in het verleden, rijst de vraag welke instrumenten daarvoor beschikbaar zijn. Wat betreft het beschikbare nationale instrumentarium is het van belang dat de ontwikkeling van het monetaire beleid in de loop van de tijd gestalte kreeg in twee fasen.

Gedurende de eerste fase, die loopt vanaf het begin van het monetaire beleid tot na de Tweede Wereldoorlog, trad de centrale bank op als partij. Hiermee is bedoeld dat zij beschikte over instrumenten ter beïnvloeding van de bancaire marktvoorwaarden, met name van de rente. Deze instrumenten waren effectief dank zij een monetaire afhankelijkheid van de particuliere geldschepende banken, in die zin dat deze instellingen via de opvraag van hun cliënten ertoe konden worden verplicht te moeten uitbetalen in een geldvorm, die alleen door de centrale bank werd gecreëerd. Het ging hierbij uiteraard om de mogelijke noodzaak te moeten uitbetalen in chartaal geld. Hierdoor kreeg de centrale bank de functie van 'lender of last resort'. In deze zin trad de centrale bank op als partij met haar disconto- en openmarktpolitiek.

Deze laatste heeft in Nederland en andere EG-landen een bescheiden betekenis en is in hoofdzaak gevoerd met geldmarkttechnische oogmerken door middel van swaptransacties. Daarom moge de openmarktpolitiek nu verder buiten beschouwing blijven. Het discontobeleid is het traditionele instrument ter regulering van de geldhoeveelheid. Tot in de jaren dertig was het officiële disconto 'het voornaamste instrument met behulp waarvan de centrale banken een uitbreiding of een inkrimping van het krediet trachtten te veroorzaken' en overigens hielden deze instellingen zich zo nu en dan bezig met ingrepen op de open markt<sup>14</sup>. Aan de uitvoering van dit beleid werkte het bankwezen betrouwbaar mee, overigens overwegend op basis van eigen belangen.

De centrale bank accepteerde destijds wissels van een ieder, mits zij voldeden aan vereisten wat betreft looptijd en verbondenen. De particuliere banken moesten het disconto voor deze wissels, om hun deel ervan te krijgen, uiteraard iets lager stellen dan de centrale bank; als niet aan de officiële vereisten was voldaan kon het hoger zijn. Hierdoor ontstond op monetair-politieke en bancaire overwegingen een koppeling van promessedisconto en bancaire debetrentetarieven. Die koppeling bestaat nog steeds. Daardoor is het discontobeleid van betekenis voor de regulering van de liquiditeitsmassa zolang het geen, in feite verstorend, kapitaalverkeer over de grenzen heen oproept. De mogelijkheid daartoe is wel aanwezig. Discontoverhoging – uitdrukking gevende aan de wil de rente te verhogen en de geldmarkt te verkrappen, kan immers kapitaalimport uitlokken en daarmee de gewenste invloed op de liquiditeiten-



massa verhinderen. Discontoverlaging kan omgekeerd werken met hetzelfde resultaat.

In de jaren vijftig volgden op een discontovaststelling dergelijke kapitaalbewegingen nog niet, maar later, vooral aan het einde van de jaren zestig, veranderde de situatie. Toen kon niet langer verborgen blijven dat, naarmate het internationale kapitaalverkeer rentegevoeliger wordt, het discontobeleid aan effectiviteit zal verliezen.

In het begin van de jaren zeventig werd hiervoor een oplossing gevonden met restricties wat betreft het internationale kapitaalverkeer. Voor de Gemeenschap op weg naar de interne markt is dat binnen haar grenzen niet meer mogelijk. Deze markt impliceert immers een opheffing van de kapitaalverkeerrestricties. Deze aangelegenheid is van belang voor een beoordeling van de mogelijkheden die het discontobeleid, eventueel ondersteund met open marktpolitiek, biedt voor coördinatie van het monetaire beleid binnen de Gemeenschap.

Het is opmerkelijk dat reeds in de jaren dertig een verzwakking van het discontobeleid kon worden waargenomen. Daarmee werd de tweede fase in het monetaire beleid wat betreft de beschikbare instrumenten aangekondigd, waarvoor kenmerkend is dat de 'bank der banken' nog wel optreedt als partij – het discontobeleid en de open marktpolitiek bleven in beginsel intact – maar tevens als autoriteit met het geven van voorschriften waartoe zij wettelijke bevoegdheden ontving.

De geschiedenis van het monetaire beleid sedert de Tweede Wereldoorlog laat zien dat de centrale banken intussen als autoriteit een veelheid van instrumenten hebben ontworpen en toegepast. Hierbij is een indeling mogelijk in directe en indirecte kredietrestrictie. Het uitgangspunt voor dit onderscheid is de balans van de geldscheppende instellingen.

De directe kredietrestrictie, die onder diverse namen zoals kredietplafond of 'credit ceiling' bekend is, heeft als kenmerk dat bepaalde balansposten die betrekking hebben op de verlening van kredieten met een korte looptijd, direct in hun groei worden beperkt<sup>15</sup>. Het 'directe' houdt in dat bij deze beperking generlei verband wordt gelegd met andere posten op de balansen van de instellingen die onder de restrictie vallen. De groei van de relevant geachte balansposten wordt binnen een bepaalde periode eenvoudig begrensd. Het is kenmerkend voor de directe kredietrestrictie dat de basisbegrippen betrekkelijkheid missen. Bepaalde balansposten, geheel op zich genomen, vormen het uitgangspunt. Voorts wordt één bepaald tijdstip (of een bepaalde periode) gekozen als het moment voor het begin. Tot slot wordt toeneming van de gekozen balansposten strikt op zich gelimiteerd met een bepaald voorgeschreven groeipercentage.

Het is niet zo verwonderlijk dat vanwege deze eigenschappen de directe kredietrestrictie kritiek ontving<sup>16</sup>. Zij was maar moeilijk op de gewenste wijze in de loop van de tijd aanwendbaar. Mede met het oog hierop gaat vervolgens de aandacht uit naar de indirecte kredietrestrictie als tweede hoofdvorm van monetair beleid bij het optreden van de centrale bank als autoriteit.

Bij de indirecte kredietrestrictie, die velerlei vormen kent zoals liquiditeits- en kasreserveregelingen, wordt uitgegaan van bepaalde balansverhoudingen, welke de instellingen die onder het toezicht vallen in de loop van de tijd in acht moeten nemen. Bij deze vorm van monetair beleid heeft geen van de basisbegrippen, zoals bij de directe restrictie, een niet-betrekkelijke strekking. Omdat zij steeds duiden op een verhouding en wel op zijn minst tussen twee balansposten, zijn deze posten alle relatief.

Intussen is reeds in de jaren zeventig gebleken dat ook de directe kredietrestrictie beperkingen kent. Bij stringente toepassing leidt zij tot een verheviging van de strijd om spaargelden en deposito's ter verkrijging van liquiditeiten om aan de voorschriften te voldoen. Daarmee wordt een opwaartse druk met betrekking tot de rente uitgeoefend. Hierdoor heeft de indirecte restrictie per saldo hetzelfde effect als het discontobeleid. Bij de mogelijkheden voor coördinatie van het monetaire beleid is het nodig hiermee rekening te houden.

#### 4.4.4 'Basket'- en 'parity grid'-systeem

Het is gewenst dat binnen de komende interne markt de EMS-wisselkoersstabiliteit wordt versterkt. Wat betreft de stabilisatie op korte termijn dient het monetaire beleid te worden gecoördineerd. Daartoe staan instrumenten ter beschikking waarover de centrale banken beschikken als partij en als autoriteit. De coördinatie van deze instrumenten dient plaats te vinden in het kader van een institutionele versterking van het EMS. Daarom past, na de bespreking van het beschikbare monetair-politieke instrumentarium op nationaal niveau, een beschouwing van de institutionele EMS-opzet.

Met het oog op de verdere vormgeving van de monetaire integratie in verband met de interne markt gaat, vanuit de gedachte dat uit het verleden iets valt te leren met betrekking tot de toekomst, de aandacht nu uit naar twee aangelegenheden:

- de structuur van het 'slang in de tunnel'-arrangement, respectievelijk van het Europese Monetaire Systeem;
- de opzet en de werkwijze van het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking tot dusver.

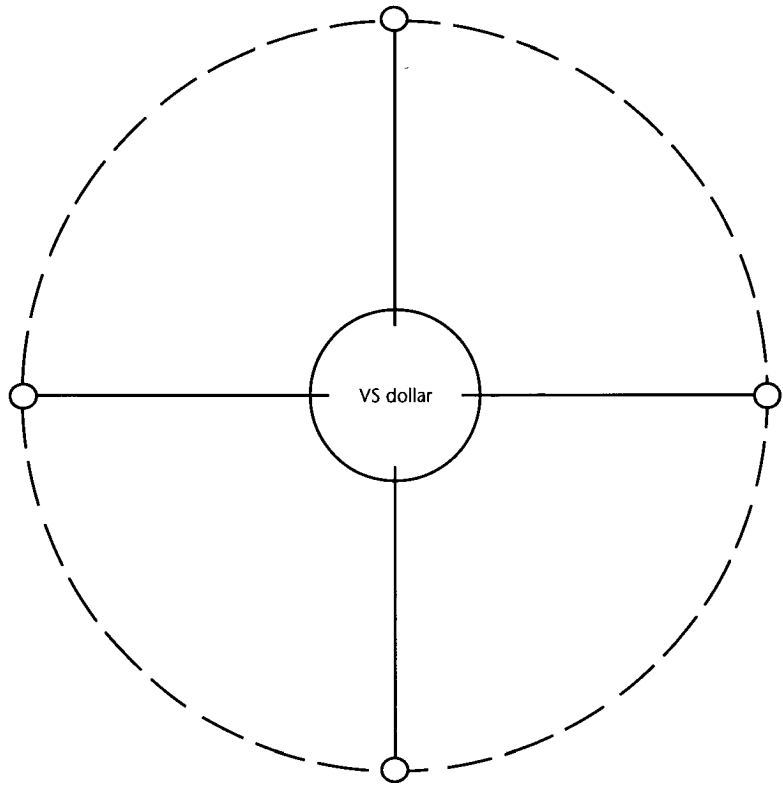
Op basis van een kritische beschrijving van deze twee aangelegenheden kunnen tot slot wegen worden uitgestippeld voor een verdere vormgeving van de monetaire integratie binnen de Gemeenschap, die past bij de interne markt.

Tot in het begin van de jaren zeventig vormde het Bretton-Woodsstelsel met stabiele wisselkoersen en een hoge graad van convertibiliteit nog het algemene kader voor de creatie van een economische en monetaire unie. Het ging hierbij om een 'basket system' met de VS-dollar als passieve  $n^{\text{de}}$  valuta. De structuur hiervan is weergegeven in onderstaande figuur. Daarbij had de VS-dollar met een binding aan het goud een centrale positie. De niet-Amerikaanse valuta's, die deelnamen in het systeem stelden een parikoers vast tegenover de dollar en aanvaardden een bandbreedte van 2 procent.

Het was kenmerkend voor dit systeem dat de officiële wisselkoersen tot stand kwamen op basis van eenzijdige nationale verklaringen van de deelnemende niet-Amerikaanse landen wat betreft de waarde van hun valuta's ten opzichte van de VS-dollar. Een eventuele re- of devaluatie kon, na consultatie van het Internationaal Monetaire Fonds, eveneens op basis van een autonoom nationaal besluit plaats vinden.

Tussen deze valuta's ontstond daarmee impliciet een niet-officiële kruiselingse koers, die door handhaving van de parikoers en de bandbreedte intact bleef. Deze kruiselingse koers was het dubbele van de bandbreedte.

De strekking van dit systeem kan worden besproken door, bij wijze van voorbeeld, uit te gaan van een betalingsbalansoverschot van een niet-Amerikaans land. Zo'n surplus was eigenlijk alleen maar voor dit land van belang; het zag zijn reserves stijgen. Weliswaar had dit zijn keerzijde. Het overschot leidde immers per definitie tot een evenredig tekort elders in de wereld. Maar dit laatste was doorgaans gespreid en werd opgevangen door een mutatie in de reserves van onderscheiden landen. Bijgevolg was de zorg voor betalingsbalans-evenwicht overwegend een aangelegenheid voor elk land afzonderlijk.



○ = Niet-Amerikaanse deelnemende valuta's.  
-- = 'Cross rates'.

De strekking van het systeem wordt nu duidelijk. Het Bretton-Woodsstelsel hield in dat elk land zich individueel voegde in een vooraf ontworpen, geheel voorgedacht geheel. Dit kan worden vergeleken met de wijze waarop een autobestuurder deelneemt aan het verkeer. Het systeem was zo opgezet dat als een ieder zich, strikt individueel, zou houden aan de uitgestippelde regels, het geheel goed zou functioneren. Het ging dan ook om een wereldgeldstelsel, waarbij elk land zich individueel voegde in het grote geheel; het kan dan ook worden getypeerd als een individualistisch-mondiaal systeem.

Een belangrijke eigenschap van dit systeem die nu nog een rol speelt, is dat het een ingebouwde pressie bevatte om te streven naar betalingsbalansevenwicht door een adequaat intern beleid, hetgeen door de geschiedenis wordt bevestigd. Het is opmerkelijk hoe weinig koersaanpassingen plaatsvonden in West-Europa na de devaluaties van 1949 tot aan de val van het Bretton-Woodsstelsel in het begin van de jaren zeventig. De positieve betekenis van het 'basket system' voor betalingsbalansdiscipline en een hiermee overeenstemmend intern economisch en monetair beleid kan maar moeilijk worden overschat.

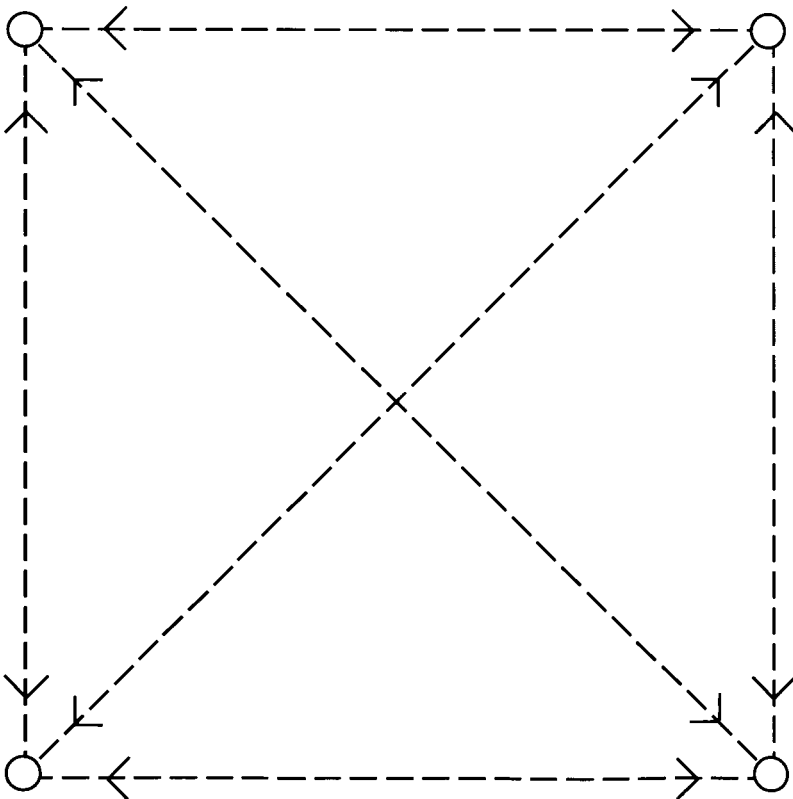
Op 15 augustus 1971 werd het Bretton-Woodsstelsel tijdelijk opgeheven. Op 17 december 1971 kwam een voorlopige restauratie tot stand met 'Smithsonian Agreement' in Washington waarbij nieuwe spilkoersen als officiële waardeverhouding tegenover de dollar werden vastgesteld, alsmede een bandbreedte van 4½ procent. Dit alles mocht niet helpen. Op 19 maart 1973 hield, althans voor Europa, het Bretton-Woodsstelsel definitief op te bestaan. Intussen was het een en ander binnen de EG gebeurd.

Het 'Smithsonian Agreement' bracht met zich mee dat de kruiselingse koersen ofte wel de 'cross rates' tussen de EG-valuta's 9 procent bedroegen. Uiteraard waren deze voor de economisch nauw verbonden EG-landen veel te groot. De EG bracht ze terug tot 4½ procent met de aanvaarding van het 'slang in de tunnel'-systeem.

Het ging hierbij om een 'parity grid system', dat eveneens schematisch is aangegeven. Hierin ontbreekt een centrale valuta. Het is kenmerkend voor dit systeem dat de officiële wisselkoersen tot stand komen in het kader van gemeenschappelijke besluiten van alle deelnemende landen. Een eventuele re- of devaluatie kan dan ook slechts plaatsvinden op basis van een gemeenschappelijk te nemen beslissing.

Er is tussen alle deelnemende valuta's een direct verband, omdat elk land wisselkoersverplichtingen tegenover alle overige participanten heeft aangegaan. De vaststelling van de officiële koersen is dan ook een gemeenschappelijke aangelegenheid. De interventies ter koershandhaving moeten gezamenlijk en op basis van onderling overleg plaats hebben. Op termijn heeft dat bepaalde consequenties. Het systeem bevat een impliciete wens tot creatie van een supranationaal monetair instituut en het verbindt vrij sterk nationale renteniveaus en beleidsmaatregelen.

De 'slang in de tunnel' en het Europese Monetaire Systeem als 'parity grid system'



○ = Deelnemende valuta.  
-- = Koersrelatie.

Met dit alles paste de 'slang in de tunnel' met betrekking tot korte-termijnvraagstukken en 'long run'-perspectieven binnen de Gemeenschap, mits het in de loop van de tijd maar zou worden uitgebouwd met een vergroting van de betalingsbalansdiscipline door de inbouw van elementen van het 'basket system'. Dat zou in het bijzonder moeten gebeuren met de geleidelijke introductie van een  $n^{\text{de}}$  valuta en de opbouw van een monetaire autoriteit op gemeenschapsniveau.

Terwijl het 'parity grid system' uit een oogpunt van monetaire integratie een heel positieve waardering verdient, is het gewenst dat het slechts tijdelijk in zuivere vorm functioneert. Na enige tijd zal het verzanden met een terugval in een nationaal monetair isolement, dan wel worden versterkt door het opnemen van elementen van het 'basket system'.

De 'slang in de tunnel' van de jaren zeventig ontwikkelde zich in eerstgenoemde richting. Er vonden veel koersaanpassingen plaats, terwijl aan het einde van de jaren zeventig nog slechts de Benelux-landen, West-Duitsland, Denemarken en Noorwegen participeerden.

Toch verdient het 'parity grid system' als begin om van flexibele naar stabiele wisselkoersen te komen, voor integrerende landen als de EG-lid-staten, een positieve waardering. Het gaat er om tijdig te komen tot een versterking van het systeem, hetgeen bij de 'slang in de tunnel' niet het geval is geweest. Het is dan ook een goede zaak uit een oogpunt van de gewenste monetaire eenwording binnen de EG dat bij het Europese Monetaire Systeem – hetgeen op 13 maart 1979 in de plaats kwam van de 'slang in de tunnel' het 'parity grid system' als zodanig intact bleef.

Als bij de opzet van het EMS de Gemeenschap een 'basket-system' had gekozen had zij zich uitgesproken voor een individueel-nationalistisch stelsel. Uiteraard zou dat in die fase niet in overeenstemming zijn geweest met de ontwikkeling van de Gemeenschap op langere termijn in de richting van een economische en monetaire unie. Daartoe verdient in eerste aanleg een systeem met een direct verband tussen de participerende valuta's de voorkeur, ten einde dit later met de introductie van elementen van het 'basket system' te laten uitgroeien in de richting van vaste wisselkoersen, c.q. van een economische en monetaire unie.

Het Europese Monetaire Systeem kan, voor zover het tot dusver functioneert, gematigd positief worden beoordeeld. Niettemin is het institutioneel zwak en kan niet als de dominerende oorzaak van de wisselkoersstabiliteit in de Gemeenschap tot dusver in de jaren tachtig worden aangemerkt<sup>17</sup>. Een verdere uitbouw van het EMS met elementen van het 'basket system' is dan ook nodig.

#### 4.4.5 Institutionele versterking EMS

De pogingen om te komen tot vergroting van de monetaire eenheid binnen de EG hebben nog een resultaat opgeleverd dat met betrekking tot toekomstige ontwikkelingen de aandacht vraagt. Hoewel een deugdelijke wetenschappelijke motivering vrijwel achterwege bleef, werd van meet af aan overwegend intuïtief de behoefte gevoeld aan institutionele versterking van het EMS. In feite houdt deze aangelegenheid nauw verband met de aard van het wisselkoersstelsel.

Als de keuze valt op een 'basket system' heeft elke actief participerende geld-eenheid een individuele relatie tot de  $n^{\text{de}}$  valuta. In nauwe samenhang met het strikt nationale karakter van het systeem heeft elk land op zich de taak de afgesproken wisselkoers te handhaven. Verder is het aantal wisselkoersen beperkt; het bedraagt  $n-1$  als met  $n$  het totaal aantal deelnemende valuta's wordt weergegeven. Dit ligt geheel anders bij het 'parity grid system', hetgeen

in onderstaand tabelletje – waarin N het totaal aantal wisselkoersverhoudingen aangeeft – is aangeduid.

Koersverhoudingen bij 'parity grid system'

---

$$n \left( \frac{n-1}{2} \right) = N$$

$$1 \left( \frac{1-1}{2} \right) = 0$$

$$2 \left( \frac{2-1}{2} \right) = 1$$

$$3 \left( \frac{3-1}{2} \right) = 3$$

$$4 \left( \frac{4-1}{2} \right) = 6$$

---

Vergeleken met het 'basket system' zijn er twee opvallende verschillen.

Op de eerste plaats is het aantal koersverhoudingen veel groter. Gesteld dat over enige tijd – in augustus 1989 beslissen Spanje en Portugal over deze aangelegenheid – tien EG-lid-staten meedoen in het EMS-wisselkoersarrangement. Bij het 'basket system' zou het dan nog slechts gaan om negen koersen, terwijl bij het 'parity grid system' het aantal op vijfenveertig uitkomt. Het aantal koersen dat moet worden gestabiliseerd stijgt heel sterk naarmate het aantal deelnemende landen toeneemt.

Ten tweede hebben deze koersen niet meer het individualistische karakter van het 'basket system', maar vormen een aangelegenheid voor gemeenschappelijke zorg. Hoewel elk land uiteraard zelf attent moet zijn op de externe waarde van zijn valuta, kan het deze toch niet meer volledig in de hand houden en is een supranationale bewaking nodig. Dit is vergelijkbaar met de monetaire verhoudingen in nationaal verband.

Het verlenen van krediet door een particuliere bank aan een cliënt kan de creatie betekenen van nieuw geld. Daarbij hebben zowel de bank als de cliënt de hoop en verwachting dat de geldeenheid op een bevredigende wijze als reken-, ruil- en spaarmiddel zal functioneren. Voor de verwerking van deze intentie is het nodig dat de liquiditeitsmassa conform juiste criteria zal worden gereguleerd. De bank noch de cliënt zijn daartoe vanuit hun positie in staat, als gevolg waarvan deze taak moet worden toevertrouwd aan de monetaire autoriteiten; met name de centrale bank.

Bij het 'parity grid system' hebben de deelnemende landen behoefte aan onderlinge monetaire stabiliteit, maar elk land op zich is, zeker als het aantal participanten toeneemt, niet in staat om deze intentie te realiseren. Zij hebben voor de verwerking van deze doelstelling een supranationaal instituut nodig.

Het lijkt passend hierbij te denken aan een praktische toepassing van het subsidiariteitsbeginsel als organisatieprincipe, hetgeen doorgaans – geheel juist – zo wordt geformuleerd dat geen taken aan een hoger orgaan zullen worden toevertrouwd, die even goed of beter door een hiërarchisch lager geplaatst orgaan kunnen worden uitgevoerd. Deze omschrijving betekent impliciet dat taken aan hogere organen moeten worden toevertrouwd als deze relatief het best voor uitvoering geschikt zijn. Het gaat dan voor zo'n eventueel te creëren orgaan om een juiste taakomschrijving, een toedeling van de benodigde instrumenten, alsmede een omschrijving van de bevoegdheden en verantwoordelijkheden. Het is van belang binnen de EG-monetaire integratie nu dit organisatieprincipe toe te passen.

In concreto is het de vraag hoe het EMS als 'parity grid system' moet worden uitgebouwd met elementen van het 'basket system', door vergroting van de betalingsbalansdiscipline, de introductie van de n<sup>de</sup> valuta en de vorming van een supranationale monetaire autoriteit.

Hoe men het ook keert of wendt; valuta's worden met een wisselkoersarrangement eerst dan constructief verbonden als bij dreigende overschrijding van de overeengekomen marges, van het systeem een effectieve betalingsbalansdiscipline uitgaat. Dat is bij de 'slang in de tunnel', respectievelijk bij het Europees Monetair Systeem vrijwel niet het geval. Er vonden veelvuldig koersaanpassingen plaats.

Men heeft daarbij in feite in de praktijk moeten leren dat dergelijke maatregelen een gemeenschappelijke aangelegenheid zijn. Geheel conform de aard van het systeem eiste elke aanpassing een kleine EG-topconferentie. In feite is daarbij sinds 1982 het EMS-wisselkoersoverleg verpolitiekt hetgeen mede een verzwakking heeft teweeggebracht.

In wezen is het EMS volgens zijn huidige structuur dan ook een broze aangelegenheid. Als onverhoopt de economieën van de deelnemende landen in de naaste toekomst zich verder uit elkaar ontwikkelen, met name wat betreft inflatie- en renteniveaus en lopende rekeningposities, dreigt het gevaar dat de geschiedenis van de 'slang in de tunnel' zich gaat herhalen. Ten einde dit te voorkomen doet zich een uitbouw in de richting van een 'basket system' als noodzaak voor.

#### **4.4.6 Nieuwe fase voor monetair beleid**

Hoewel de bijdrage van het monetaire beleid aan de gewenste wisselkoersstabiliteit binnen de interne markt noodzakelijkerwijs bescheiden zal zijn, kan deze markt in de komende jaren toch een nieuwe fase voor het desbetreffende beleid inleiden. Dergelijke ontwikkelingen, aldus leert de monetaire geschiedenis, voltrekken zich langs lijnen van geleidelijkheid, hetgeen betekent dat het perspectief voor een nieuwe fase in het monetaire beleid enerzijds zal aansluiten op de recente historie en anderzijds, wat de toekomst betreft, slechts via een methode van kleine stappen kan worden ontworpen.

De nieuwe fase heeft als uitgangspunt het streven naar wisselkoersstabiliteit door monetaire beleidscoördinatie binnen het EMS ten behoeve van een goed functionerende interne markt en mede met het oog op realisering van een economische en monetaire unie op lange termijn.

Wat betreft de versterking van het EMS wordt wel gepleit voor een vernauwing van de huidige wisselkoersmarges. Zonder zo'n vernauwing als zodanig te beoordelen, moge met betrekking tot dit voorstel worden opgemerkt dat het daarbij niet gaat om een versterking van het EMS. Daarbij gaat het immers niet om die marge als zodanig, maar om de middelen, waarmee zij kan worden gehandhaafd. Een vernieuwing van de EMS-marges op zich leidt niet tot de gewenste systeemversterking.

Het uitgangspunt voor de nieuwe fase zijn vier kenmerken van de momentele situatie. Op de eerste plaats heeft het huidige nationale monetaire beleid aan effectiviteit verloren. In de naaste toekomst zal dit verlies nog groter worden. Ten tweede fungeert het EMS als een 'parity grid' systeem, hetgeen in een aanvangsfase voor de Gemeenschap passend is, maar waarmee op termijn niet kan worden volstaan. Op de derde plaats is de constructie van de Ecu in de vorm van een korfformule met het oog op de gewenste coördinatie en monetaire eenwording een zwakke aangelegenheid. Daarmee wordt immers gestreefd naar de onmogelijke verbinding van volledige nationale autonomie en integratie op monetair gebied binnen de Gemeenschap. De integratie blijft dan beperkt tot

een gemeenschappelijke toepassing van instrumenten, interventies binnen het EMS, hetgeen gaandeweg te gering is. Dit thema is in bijlage C nader behandeld.

De nieuwe fase van het monetaire beleid kan worden omschreven als een herbezinning op deze vier punten, inclusief voorstellen tot vernieuwing. De verzwakking van het nationale monetaire beleid is overwegend een gevolg van de vrijheid in het kapitaalverkeer, die reeds bestaat en verder zal worden gerealiseerd, alsmede van de verwerkelijkte en nog verder te creëren wisselkoersstabiliteit. Lettende op deze achtergrond kan de verzwakking van het nationale monetaire beleid als positief worden beoordeeld. Zij is het normale en voor de hand liggende gevolg van maatregelen en ontwikkelingen, die allerwege juist worden geacht.

Uiteraard is versterking van het monetaire beleid nu in breder verband nodig en die kan worden gevonden door de traditionele monetair-politieke instrumenten in de toekomst binnen een grotere geografische ruimte aan te wenden dan de nationale staat. De geschiedenis van het monetaire beleid strekt hierbij tot lering. Het gaat er daarbij in het bijzonder om de traditionele monetair-politieke instrumenten, i.c. het discontobeleid, gaandeweg binnen het EMS aan te wenden.

Waarschijnlijk is op dit moment de aanvaarding van deze grondgedachte van groter belang dan haar concrete uitwerking. Het is zelfs zo dat een ambitieuze concretisering nu averechts kan werken. Met het oog hierop zullen hier slechts enkele summie gedachten wat betreft die uitwerking worden gelanceerd. Daarmee is het tweede punt aan de orde.

Het 'parity grid' systeem past heel goed voor de Gemeenschap, echter slechts gedurende een korte tijd en die gaat gaandeweg voorbij. Omdat de integratie voortschrijdt in de richting van een interne markt met een volledig vrij kapitaalverkeer wordt het nodig, ter wille van de wisselkoersstabiliteit, het EMS uit te bouwen met elementen van het 'basket' systeem. Het is juist hierbij met enige nadruk van uitbouw te spreken, in die zin dat daarbij het EMS als 'parity grid' systeem geheel intact blijft. De uitbouw kan plaatsvinden, lettende nu reeds op het derde bovengenoemde punt, met een herformulering van de Ecu.

Het is gewenst – uit een oogpunt van monetaire integratie waarschijnlijk strikt nodig – om de korfformule te laten vervallen. Deze gedachtengang strookt geheel met een recente studie van Kessler, waarin naar voren is gebracht dat een verdergaande monetaire integratie van de Gemeenschap – waarbij een lijn wordt uitgestippeld, die praktisch parallel loopt met deze beschouwing – impliceert dat de Ecu volgens de korfformule niet kan worden gehandhaafd<sup>18</sup>. De vervanging van de korfformule kan geschieden door de waarde van de Ecu tegenover de EMS-valuta's te bepalen in een startsituatie en deze, indien daaraan eventueel behoefte is, later als een geheel zelfstandige aangelegenheid te wijzigen. De re- en devaluaties van de nationale valuta's in het kader van het EMS en de waardebepaling van de Ecu zijn dan in beginsel geheel onafhankelijk van elkaar.

Op deze wijze kan het EG-wisselkoersarrangement, vergeleken met het Bretton-Woodsstelsel en het tot dusver bestaande EMS – door uitbouw van dit laatste – een geheel eigen karakter krijgen. Dit is niet een geheel nieuw geluid. Het is van belang, aldus Klotten,

'dass zunächst de facto, dann de jure der Ecu der Status einer Währung zuwachse, die denn nicht mehr über eine bestimmte Korb-definition an die nationalen EG-Währungen gebunden wäre. Das bedingt, der Ecu eine eigene gesetzliche Grundlage zu geben und für sie eine eigene



währungspolitische Behörde vorzusehen, die für die Stabilität der Ecu verantwortlich wäre'<sup>19</sup>.

In het Bretton-Woodssysteem domineerden de pari-, respectievelijk de spilkoersen; de 'cross rates' tussen de deelnemende niet-Amerikaanse valuta's waren hiervan afgeleid. In het huidige EMS domineren de onderlinge valutakoersen; hoewel formeel omgekeerd is de koers van de nationale valuta's ten opzichte van de Ecu hiervan een afgeleide.

In een vernieuwd EMS, met koersverhoudingen zoals voorgesteld, is de waardeverhouding tussen de Ecu en de nationale valuta's – in zoverre gaat het om een 'basket system' – een geheel zelfstandige aangelegenheid ten opzichte van de onderlinge koersen als onderdeel van het 'parity grid' systeem. De verbinding van de twee systemen komt tot stand door verrekening van de interventiebedragen via het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking.

Met betrekking tot de vierde aangelegenheid is het gewenst dat de nationale centrale banken ten behoeve van de instellingen die onder hun toezicht vallen een Ecu-faciliteit openen. Het doel van deze faciliteit is dat de particuliere banken het koersrisico dat zij lopen bij het lenen aan Ecu-transacties op een gemakkelijke, efficiënte wijze kunnen dekken. Uiteraard zal de vrijheid in het kapitaalverkeer de centrale banken reeds spoedig nopen tot een uniforme vaststelling van de voorwaarden die zullen gelden bij het gebruik maken van deze faciliteit. Zo'n uniforme vaststelling kan het begin zijn van een coördinatie van het nationale geldmarktbeleid van de centrale banken.

In feite zorgen – althans in eerste aanleg – bij aanvaarding van bovenomschreven voorstel de nationale centrale banken voor convertibiliteit van hun valuta's tegenover de Ecu met betrekking tot het particuliere bankwezen. Vervolgens lijkt het gewenst te regelen dat het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking kan optreden als 'lender of last resort' tegenover de nationale centrale banken.

Het zou passend zijn te streven naar een verbinding van deze rol van het desbetreffende Fonds met het intussen ingestelde systeem van multilaterale clearing als vorm van samenwerking tussen particuliere banken en de Bank voor Internationale Betalingen te Bazel<sup>20</sup>. Een goede werking van dit systeem vereist dat een bepaalde institutie een zekere rol als 'lender of last resort' vervult. Het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking, of – na reorganisatie van deze instelling – het Europese Monetaire Fonds zou in deze behoefte kunnen voorzien.

De gedachten met betrekking tot een Ecu-faciliteit en de integratie van het systeem van multilaterale clearing lopen voor een goed deel parallel met de voorstellen van Masera die tot strekking hebben dat het centrale banken zal worden toegestaan rekeningen aan te houden bij het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking, die luiden in privé-Ecu's. Daarbij stelt, volkomen begrijpelijk, Masera tevens voor een verbinding tot stand te brengen tussen de circuits van de privé- en de officiële Ecu's<sup>21</sup>.

Waar het hierbij om gaat is – zonder reeds nu in bijzonderheden te vallen wat betreft de uitwerking – 'to ensure transferability and convertibility of the official Ecu by facilitating interchangeability between the official and the private sector'. Verder gaan de geformuleerde voorstellen in de richting van een 'Ecu-Kernwährungslösung'. Hierbij heeft – overigens niet erg duidelijk geformuleerd – een nieuw op te richten Europese centrale bank tot taak de Ecu's in het EMS te reguleren in overeenstemming met de ontwikkeling van het productiepotentieel in de Gemeenschap<sup>22</sup>. Een volledige realisering van dit systeem is uiteraard slechts op termijn mogelijk.

## 4.5 Coördinatie van het sociale en economische beleid

### 4.5.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk kwam naar voren dat stabilisering van de wisselkoersen, hetgeen zo gewenst is binnen de komende interne markt van de Gemeenschap, op korte en op lange termijn wordt bedreigd. Binnen laatstgenoemd tijdsperspectief kan de druk vooral komen van grote en gevarieerde overheidsfinancieringstekorten. Daarbij spelen op de achtergrond een belangrijke rol de hoogte van de reële rente, de ontwikkeling van de overheidsschuldposities en de hiermee samenhangende intrestlasten.

Bij de bespreking van dit thema gaat de aandacht uit naar de verhouding tussen de posities van de lopende rekeningen en de situaties waarin de overheidsfinanciën verkeren met vrij sterke verschillen, zoals binnen de Gemeenschap momenteel het geval is. Hierbij kunnen de gang van zaken op korte en lange termijn niet los van elkaar worden beschouwd. Bijgevolg moet het thema van het vorige hoofdstuk in herinnering blijven en een rol spelen.

Het is instructief om denkbeeldig uit te gaan van de economische en monetaire unie – één geldeenheid voor de Gemeenschap – zoals die op lange termijn hopelijk tot stand zal komen. Deze unie kan worden aangeduid als, weliswaar enigszins hypothetisch, een gesloten economie waarbinnen één geldeenheid circuleert. Uiteraard bestaat binnen deze economie een centrale monetaire autoriteit. Dit thema verdient nadere uitwerking in de gedachtenvorming over een Europese centrale bank. In dit hoofdstuk wordt er voorts van uitgegaan, ten einde het thema zo scherp mogelijk binnen het blikveld te krijgen, dat de nationale overheden nog in hoge mate zelfstandig zijn, met name wat betreft hun financiële huishouding.

Vervolgens kan de beschouwing in vier fasen terugleiden naar de huidige situatie, ten einde etappegewijs te schetsen wat simultaan op korte en lange termijn beleidsmatig nodig is voor het bereiken van wisselkoersstabiliteit. In de eerste fase vormen de overheidsfinanciën nog geen bron van moeilijkheden; zij zijn – dat is de gedachte – nog geheel afwezig. De aandacht kan dan worden gericht op verrekening van regionale lopende rekeningoverschotten en -tekorten binnen de geschetste economie. In de tweede fase bestaan binnen de gesloten economie wel gedifferentieerde overheidsfinancieringstekorten en -overschotten, waarmee vooral via het renteniveau de positie van de regionale betalingsbalans wordt beïnvloed. In fase drie verdwijnt de hypothese dat binnen de geschetste economie één valuta functioneert en wordt het bestaan van nationale geldstelsels met volledige convertibiliteit aanvaard. Dan rijst de vraag hoe kapitaalbewegingen moeten worden beoordeeld. Daarbij zal blijken dat een bepaalde interactie van de drie wisselkoersbepalende factoren – de verhouding van de relatieve prijsniveaus, de intrestverhoudingen en de valutaverwachtingen – gewicht in de schaal legt. Dit thema komt verder aan de orde in de vierde fase, waarbij vooral de nazorg bij wisselkoersaanpassingen de aandacht vraagt. De beschouwing leidt tot de conclusie dat een coördinatie van het monetaire en budgettaire beleid binnen de Gemeenschap in de toekomst noodzakelijk zal zijn, waarbij overigens de verantwoordelijkheid bij beide beleids-sferen gescheiden dient te blijven.

### 4.5.2 Vernieuwing en integratie van sociaal en regionaal beleid

Het uitgangspunt voor de beschouwing is dus een regio – een gesloten economie – waarbinnen één geldeenheid functioneert, maar waarin de onderscheiden staten nog geheel hun eigen financiële huishouding hebben. Er zijn echter wat betreft de overheid geen financieringstekorten of -overschotten. Bijgevolg is de betalingsbalanssituatie in de onderscheiden staten vergelijkbaar met die van Nederlandse provincies ten opzichte van elkaar. Het is geenszins uitgesloten dat binnen deze gesloten economie regionale lopende rekeningtekorten en

-overschotten optreden. In de regio met een deficit wordt meer besteed dan voortgebracht, terwijl in de streek met een overschot de situatie omgekeerd is. Uiteraard moet de rekening worden betaald, hetgeen betekent dat compenserende kapitaaltransacties plaatsvinden.

Deze verhouding van lopende rekeningposities en kapitaalverkeer is typerend voor betalingsbalansen met een regionaal karakter. Reeds spoedig echter blijkt dat de mogelijkheden voor deze compensatie gering zijn. Hiervoor zijn twee redenen. Op de eerste plaats kan in een bepaalde staat respectievelijk regio pas dan een lopend rekeningtekort ontstaan als aldaar een koopkrachtige vraag wordt uitgeoefend, die groter is dan het verdiende inkomen plus intering op bezit. De desbetreffende regio leeft dan wat betreft de overbesteding op krediet. Dat is waarschijnlijk wel mogelijk voor een beperkt bedrag en gedurende een korte periode, maar op enigszins langere termijn geldt voor een bepaalde regio of staat, zoals voor een ieder, dat de tering naar de nering moet worden gezet. Het bestedingsniveau zal moeten worden afgestemd op de hoogte van het verdiende inkomen en eventueel nog andere beschikbare middelen. Voor overbesteding is maar weinig ruimte.

De tweede reden voor geringe compensatiemogelijkheden wat betreft een lopend rekeningtekort versus een kapitaalbalansoverschot sluit hierop aan. Om kapitaal te kunnen aantrekken moet de regio een aantrekkelijk rendement bieden en kredietwaardig zijn. Het is twijfelachtig of hieraan kan worden voldaan. Immers, het relatief lage verdiende inkomen impliceert dat de bedrijvigheid naar verhouding gering is en in het verlengde hiervan tevens het rendement op investeringen. Verder kan interregionaal gezien de kredietwaardigheid niet erg hoog worden aangeslagen.

Het geheel overziende zijn de mogelijkheden voor compenserende kapitaalimport gering. Het een en ander betekent dat binnen de gesloten economie die hier aan de orde is, regionale lopende rekeningoverschotten en -tekorten – indien zij al bestaan – van beperkte omvang zullen zijn.

Het is reeds nu mogelijk om een belangrijk aspect van de komende interne markt, mits deze voorzien wordt van de gewenste wisselkoersstabiliteit, hier aan de orde te stellen. Binnen de desbetreffende markt zullen besparingen zich gemakkelijker dan voorheen kunnen bewegen naar industrieel goed geutilleerde gebieden en binnen deze naar relatief rendabele bedrijfstakken en ondernemingen. Deze grotere beweeglijkheid wordt bevorderd door vermindering van valutair risico. In zoverre ontstaat binnen de interne markt een nieuw klimaat voor het kapitaalverkeer. De kapitaalmarkt krijgt dan meer en meer een supranationaal karakter. Een ontwikkeling in deze richting strookt geheel met de intenties, welke aan de vorming van de interne markt ten grondslag liggen.

De medaille heeft echter een keerzijde. Naast mogelijke voordelen impliceert het geliberaliseerde kapitaalverkeer binnen een interne markt met een hoge mate van wisselkoersstabiliteit een groot vraagstuk. Voor een schets hiervan is het gewenst te letten op de aard van technologische vernieuwingen, zoals die binnen de Westeuropese sociaal-economische verhoudingen gestalte krijgen. Deze vernieuwingen verbinden technologisch hooggeschoolde arbeid met hoogontwikkelde kapitaalgoederen in een goed industrieel milieu, vooral uit een oogpunt van infrastructuur. Hierbij is niet zelden een industrieel-geografische verplaatsing waarneembaar, die het karakter heeft van afbrekende opbouw.

De hoge produktiviteit van arbeid en kapitaal in de technologisch-geavanceerde gebieden leidt tot een beloning van deze produktiefactoren, die een hoog welvaartsniveau garandeert. Dat is echter slechts met bepaalde ondernemin-

gen en bedrijfstakken, alsmede in zekere regio's het geval. Industrieel achterblijvende gebieden en relatief minder goed renderende ondernemingen en bedrijfstakken missen niet zelden technologische vernieuwingsmogelijkheden en zullen niet in gelijke mate kapitaal kunnen aantrekken voor de financiering van het productieproces. Dit strookt met recente Westeuropese ervaringen:

'New resources and alternative forms of technology are discovered, innovative modes of communication developed and administrative boundaries remodelled, while political and commercial empires rise and fall. Resources of capital and labour are, of course, reasonably mobile and may be directed in support of areas that lag in terms of economic dynamism or fail to enjoy qualities that endowed them with greatness in the past. But adjustments of this kind are far from automatic and Western Europe is littered with localities that once flourished but have now fallen into decline'<sup>23</sup>.

De vraag rijst hoe met dit beeld voor ogen de interne markt moet worden beoordeeld. Het lijkt alsof het vroegere betalingsbalansprobleem in het kader van de internationale economie met kapitaalrestricties en wisselkoersinstabiliteit, nu het vraagstuk is geworden van sociale en economische achterstand binnen interregionale verhoudingen. Als in een regio het welvaartsniveau relatief laag is, zullen de mogelijkheden om hierin door overbesteding verandering te brengen gering zijn. Tevens zijn de perspectieven voor welvaartsverhoging door vergroting van de bedrijvigheid, efficiency en produktvernieuwing matig. Bijgevolg is te verwachten dat regionale welvaarts- en ontwikkelingsposities met een zeker automatisme vrij grote verschillen gaan vertonen. Dit is ongetwijfeld een potentiële indicatie van de interne markt die gewicht in de schaal legt.

Bij de nadere bespreking van dit thema dient een onderscheid te worden gemaakt tussen twee oorzaken van toenemende welvaartsverschillen in een interne markt. Deze verschillen ontstaan – overigens met een bepaalde samenhang – tussen onderscheiden productiesectoren c.q. ondernemingen en regio's. De schepping van een interne markt betekent met betrekking tot bepaalde sectoren c.q. ondernemingen, dat zij niet op de voortbrenging van een produkt specialiseren en daarmee concurrerend de voordelen benutten die schuilen in het bestaan van comparatieve kostenverschillen. De sectoren en ondernemingen, die in veel mindere mate – met name vanwege een veranderende produktietechniek en/of een verslechterende positie wat betreft afzetmogelijkheden, dikwijls door produktconcurrentie – dergelijke voordelen niet kunnen benutten bevinden zich in een moeilijke positie. Het is gewenst met deze implicatie van de interne markt beleidsmatig rekening te houden, hetgeen een heroverweging van het tot dusverre gevoerde sociale en regionale beleid vereist.

Dit is niet een geheel nieuw geluid:

'Auch zur Kompensation des mit der Dynamisierung des innergemeinschaftlichen Wettbewerbs wachsenden Nachteils peripherer Regionen im Hinblick auf die Ansiedlung neuer oder die Verhinderung der Abwanderung bestehender Unternehmen müssen die Gemeinschaftsmittel aufgestockt werden. Dies darf freilich nicht zu einer laufenden Subventionierung der Produktion führen. Vielmehr müssen die Standortbedingungen im Infrastrukturbereich vorrangig verbessert und zugleich hinreichende Investitionsanreize gegeben werden. Dabei ist auf überregionale Wirkung, Modernität und Abstimmung der Sektorstruktur sowie auf Verzahnung mit den bildungspolitischen Massnahmen zu achten. Mit ihrem programmbetonenden, 'integrierten' Ansatz ist die Gemeinschaft seit einigen Jahren auf diesem Wege'<sup>24</sup>.

Deze vernieuwing en integratie waarbij vooral algemene scholing, specifieke opleidingen, alsmede de zorg voor een goede infrastructuur en een schoon milieu van belang zijn is een beleidsterrein dat na stabilisering van wisselkoersverhoudingen bij de vorming van de interne markt de aandacht vraagt.

#### 4.5.3 **Beheersing en coördinatie van overheidsfinanciën**

Vervolgens geldt als uitgangspunt dat binnen de gesloten economie beperkte onevenwichtig lopende rekeningposities en, in zekere samenhang hiermee, gedifferentieerde overheidsfinancieringstekorten en -overschotten bestaan. Dat wordt mogelijk geacht in een regio waarbinnen één geldeenheid functioneert en uiteraard de onderscheiden staten nog geheel hun eigen financiële huishouding hebben. Veronderstellenderwijs bestaat het gehele gebied uit twee staten: 'Zuid' (Z) en 'Noord' (N). In Z, dat is de gedachtengang, voert de overheid een vraagstimulerend uitgavenbeleid, hetgeen resulteert in een financieringstekort. Ter voorziening in de nodige middelen kan de overheid van Z een beroep doen op de kapitaalmarkt.

Binnen de Gemeenschap – niet op de laatste plaats in Nederland – bestaat het aanbod op deze markt voor een goed deel uit nieuw gecreëerde middelen, zodat indirecte liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid plaatsvindt. Deze wijze van financieren wordt in de literatuur niet steeds onderkend, als gevolg waarvan de analyse op tweërlei wijze tekort schiet. Ten eerste wordt voorziening in middelen in verband met het financieringstekort nog geheel alternatief als beroep op de kapitaalmarkt respectievelijk liquiditeitscreatie, beschouwd<sup>25</sup>. Dit is onbevredigend, omdat in het kader van indirecte liquiditeitscreatie beide vormen van beroep gelijktijdig plaatsvinden. Bijgevolg is een beroep op de kapitaalmarkt vanuit monetair gezichtspunt gezien heel wat minder onschuldig dan op het eerste gezicht lijkt. Ten tweede is bij de alternatieve benaderingswijze er een onjuiste neiging om de verantwoordelijkheid voor de indirecte liquiditeitscreatie geheel te leggen bij de monetaire autoriteiten, i.c. de centrale bank<sup>26</sup>. In feite echter kan binnen westerse monetaire verhoudingen deze instelling met betrekking tot indirecte liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid slechts een lijdelijke rol spelen. De verantwoordelijkheid voor de stijging van de liquiditeitsmassa waarover het hier gaat ligt bij de overheid.

Terugkerend naar de situatie in Z betekent het vraagstimulerend beleid dat in dit land het prijsniveau een relatief opwaartse beweging vertoont, als gevolg waarvan de export wordt geremd en de import gestimuleerd. Het een en ander resulteert in een lopend rekeningtekort. Er is duidelijk sprake van een labiele situatie, zoals besproken in hoofdstuk 4.3. Op korte termijn behoeft dit nog niet direct te leiden tot labiliteit in die zin dat het lopende rekening- en financieringstekort een tegenstelling opleveren. Het zal immers nodig zijn, opdat de overheid de beschikking krijgt over de nodige middelen, om kapitaal te importeren. Daartoe doet zij een rente-opdrijvend beroep op de kapitaalmarkt, hetgeen de buitenlandse belegger aantrekkelijk voorkomt zolang geen valutair wantrouwen de kop opsteekt. Dat is uiteraard binnen de interne markt wel mogelijk. Echter, voordat hierop nader wordt ingegaan is het gewenst aandacht te schenken aan de situatie in N, waar de overheid een beheerst begrotingsbeleid voert, hetgeen leidt tot een financieringsoverschot.

Dit surplus betekent een netto kapitaalmarktaanbod en/of liquiditeitsvernieging. Het prijsniveau is alleszins stabiel, mede dankzij een gematigde loonontwikkeling, en toont internationaal gezien een neiging tot relatieve daling. In zo'n situatie wordt de import geremd en de export gestimuleerd. Het een en ander resulteert in een lopende rekeningoverschot. In het desbetreffende land is duidelijk sprake van een stabiele situatie A, zoals beschreven in hoofdstuk 4.3; er is immers een financieringsoverschot en een lopende rekening-surplus. Bij deze beschouwing van de gang van zaken in Z en N is een gesloten economie als uitgangspunt gekozen, hetgeen impliceert dat de externe situatie van de

Z-N-regio niet wordt beïnvloed door de omschreven gebeurtenissen. De beschouwing is gericht op onevenwichtige lopende rekeningposities binnen een regio met twee landen en één geldstelsel ofte wel op, vergelijkenderwijs gesproken, een overschot van Groningen tegenover een tekort van Noord-Brabant. Zo'n overschot respectievelijk tekort zal – als contractuele verplichtingen, aangegaan in het kader van handelsverkeer, correct worden voldaan – worden verrekend met tegenovergestelde kapitaaltransacties. In zoverre is er geen verschil vergeleken met de situatie, die in de vorige paragraaf aan de orde was.

Het zal echter niet zo gemakkelijk zijn voor de Z-overheid om het nodige kapitaal aan te trekken. In het bedrijvige N zijn immers alleszins aantrekkelijke rentabiliteitsperspectieven, waarmee zij moet concurreren bij het aantrekken van middelen. Reeds spoedig zal er een gespannen situatie ontstaan. Enerzijds biedt N, gestimuleerd door een relatief grote economische activiteit, een goed rendement en is monetair stabiel, maar anderzijds heeft de Z-overheid nu eenmaal geld nodig en zal, weliswaar met lastenvergroting op termijn, bereid zijn een hoge rente te betalen. Toch zijn deze aangelegenheden bij het aantrekken van kapitaalmiddelen van betrekkelijke betekenis. Er is immers sprake van een gebied met één valuta, zodat re- en devaluaties zijn uitgesloten. Z biedt dezelfde monetaire stabiliteit als N. Maar daarbij is het beeld nog niet volledig.

Het gaat de belegger niet alleen om de rentabiliteit van zijn vermogen en eventuele valutaire risico's; tevens speelt voor hem de kredietwaardigheid van de leningnemer een rol. Op dit punt concurreren per saldo het N-bedrijfsleven en de Z-overheid. In eerste aanleg zal deze overheid haar positie redelijk veilig kunnen stellen met het bieden van een relatief hoge rente. De belegger, die geneigd is te denken dat een overheid hoe dan ook haar schulden zal voldoen, zal zich hierdoor aangetrokken voelen. Uiteraard is dit niet een echte vergroting van kredietwaardigheid; op langere termijn tast een hoge rente deze zelfs aan.

Het is nodig nu de positie van de Z-overheid iets nader te schetsen. Als binnen een gesloten economie met één geldstelsel en twee landen, in één land een overheidsfinancieringstekort ontstaat, moet de overheid aldaar kapitaalmarkt-middelen aantrekken en/of een beroep doen op de creatie van nieuwe liquiditeiten. Het is mogelijk hierbij twee situaties te onderscheiden. Ten eerste kan de financiering van het overheidsdeficit geheel uit reeds bestaande kapitaalmarkt-middelen plaatsvinden; creatie van nieuwe liquiditeiten vindt dan niet plaats. In dit geval zal het financieringstekort vrijwel geen inflatie-effect hebben. De invloed van de overheidskapitaalvraag zal vrijwel beperkt blijven tot een stijging van de reële rente. Op de tweede plaats is het mogelijk dat het tekort, naast het kapitaalmarktberoep, eveneens leidt tot een beroep op liquiditeitscreatie, hetgeen uiteraard op termijn inflatiebevorderend kan zijn. Daarbij zal met name de inflatiecomponent van de nominale intrest toenemen; de stijging van de reële rente zal bescheiden blijven.

Binnen de Gemeenschap deed zich gedurende de jaren tachtig tot dusver een combinatie van beide mogelijkheden voor. Het kapitaalmarktberoep steeg, alsmede de liquiditeitscreatie – al of niet direct – ten behoeve van de overheid. Hierdoor steeg de reële rente sterk. Waarschijnlijk is dat in de naaste toekomst nog het geval, maar een accentverlegging naar de tweede mogelijkheid lijkt geenszins uitgesloten. Met dit perspectief voor ogen is het mogelijk nu twee consequenties van de geschetste gang van zaken te noteren. Ten eerste leidt het bestedingenbevorderende beleid in Z tot een relatief grote toeneming van de bedrijvigheid in N. Deze consequentie van de interne markt is tot dusver nog vrijwel niet onderkend. Het moet echter geenszins worden uitgesloten dat een ambitieuze uitgavenpolitiek van een bepaald land het beschreven averechts effect sorteert met betrekking tot bedrijvigheid en werkgelegenheid. Uiteraard is het uit een oogpunt van evenwichtige regionale ontwikkelingen

gewenst zo'n gang van zaken te voorkomen, hetgeen leidt tot notering van een tweede consequentie.

Hoewel de zorgen met betrekking tot de kredietwaardigheid van een nationale overheid doorgaans niet groot zijn – men lette bijvoorbeeld op de huidige Italiaanse situatie – zijn hieraan toch grenzen gesteld. Als een overheid langdurig een ambitieus uitgavenbeleid voert waardoor haar schulden stijgen en de rentelast steeds zwaarder gaat drukken, rijst vroeg of laat de wantrouwige vraag of zij nog wel aan haar verplichtingen kan voldoen. Met het stellen van deze vraag wordt het einde van het gevoerde beleid ingeluid. Waarschijnlijk zal de behoefte ontstaan zo'n situatie te voorkomen en wel door een beheerst en binnen de gehele interne markt gecoördineerd budgettair beleid. Het lijkt nodig dat de Gemeenschap in dit verband een concrete gedragslijn uitstippelt.

#### 4.5.4 **Waakzaamheid met betrekking tot vrij kapitaalverkeer**

Tot dusver was een gesloten economie aan de orde, waarbinnen één valuta functioneert. Het is nu tijd om deze veronderstelling vaarwel te zeggen en uit te gaan van onderscheiden valuta's, die binnen een regio naast elkaar binnen nationale staten functioneren. Hiermee komt de vraag aan de orde hoe dan het kapitaalverkeer, dat tot dusver één markt zonder enige interne belemmering kende, verloopt. Dit is een belangrijke verdere stap naar de realiteit.

De kapitaalmarkten hebben een historisch-verklaarbare nationale begrenzing. In vroeger dagen groeide de gedachte van de ene en ondeelbare staat. Dat was niet alleen in politiek, maar ook in monetair opzicht het geval. Zodoende kwam het nationale geldstelsel, het monetaire kleed van de soevereine staat, tot stand. Wij zijn daar in de loop van de tijd mee vertrouwd geraakt. De staatsgrenzen zijn voor velen met een bepaalde vanzelfsprekendheid naast politieke ook monetaire grenzen in die zin, dat het gelijktijdig functioneren van een en dezelfde geldeenheid als ruil-, reken- en betaalmiddel slechts in één land mogelijk is. Een geldsoort kan buiten de grenzen van het land van herkomst hoogstens als rekeneenheid fungeren; niet als ruil- en betaalmiddel.

Terwijl voor de schepping van het nationale geldstelsel het monetair-geografische circulatiegebied niet nauwkeurig was begrensd, is dat sinds elk land zijn geld heeft wel het geval. Dat is van belang voor het functioneren van de kapitaalmarkt. De vraag en het aanbod die elkaar op een markt ontmoeten, komen steeds tot stand binnen een bepaald geografisch gebied. De grootte daarvan is onder andere afhankelijk van het marktobject. Wat dit object betreft hebben kapitaalmarkttransacties steeds betrekking op kapitaal in geldvorm, waarbij het geld fungeert als ruilmiddel, rekeneenheid, spaarmiddel (economische functies) en betaalmiddel (juridische functie) en waarbij dit kapitaal voor een jaar of langer wordt uitgezet. Recentelijk is er een neiging om deze grens bij twee jaar te leggen, maar de gedachtenvorming hierover heeft nog niet geleid tot een algemeen aanvaarde opvatting<sup>27</sup>.

De transacties, waarover het hier gaat, komen voor in velerlei vorm, zoals de aan- en verkoop van effecten, het aangaan van hypothecaire leningen en het sluiten van onderhandse leningsovereenkomsten. Afhankelijk van de aard der transacties kunnen diverse kapitaaldeelmarkten worden onderscheiden. Het is niet nodig deze alle in de beschouwing te betrekken; het is voldoende te letten op de effectenmarkt en dan nog slechts voor zover daarop aandelen en obligaties worden verhandeld. Transacties in deze effecten vinden plaats op de primaire of op de secundaire markt. Eerstgenoemde is die waarop effecten voor het eerst worden verhandeld; hier vinden emissies plaats. Op de secundaire markt worden reeds geplaatste effecten verhandeld.

De betekenis van het nationale geldstelsel voor de geografische begrenzing van de kapitaalmarkt is uiteraard vrij groot. Letten wij in dit verband, een-

voudshalve, nog slechts op een obligatie die luidt in een buitenlandse valuta. Zodra men zijn geld belegt in zo'n effect worden de drie functies – ruilmiddel, rekeneenheid en betaalmiddel – uitgeoefend door twee geldsoorten. Als een Nederlandse belegger een obligatie koopt, die luidt in Franse francs, fungeert de Franse franc als rekeneenheid en als betaalmiddel; de Nederlandse gulden vervult de ruilmiddelfunctie. Deze drie functies kunnen slechts worden uitgeoefend op basis van een bepaalde wisselkoers, die omzetting van de ene valuta in de andere mogelijk maakt. Door deze functiesplitsing is de nationaal-monetaire grens een bepaalde barricade voor het kapitaalverkeer. Zij is tussen gemengde volkshuishoudingen als regel geen absolute barricade in die zin, dat zij het kapitaalverkeer over de grenzen heen onmogelijk maakt. Zij is een meer of minder grote belemmering voor de ontmoeting van de vraag naar en het aanbod van kapitaal in internationaal verband.

Voor de betekenis van deze barricade zijn in hoofdzaak de aard van de wisselkoers, de mate van convertibiliteit der valuta's en het overheidsbeleid met betrekking tot het internationale kapitaalverkeer bepalend. Door middel van de wisselkoers wordt de waardeverhouding bepaald tussen de valuta's die enerzijds als rekeneenheid en als betaalmiddel en anderzijds als spaar-, respectievelijk als ruilmiddel fungeren. Naarmate deze koers vrijer bewegen kan, is het valutarisico groter. Voorts is, naar gelang de convertibiliteit beperkingen kent, belegging over de grenzen heen moeilijker. Een vrij gunstig monetair klimaat voor internationaal kapitaalverkeer ontstaat eerst dan als de wisselkoers een vrij grote mate van stabiliteit bezit, de convertibiliteit der valuta's een hoge graad bereikt en de overheid weinig of geen beperkingen oplegt. In het kader van het Bretton-Woodssysteem was het de deelnemende landen toegestaan het internationale kapitaalverkeer te beperken. Vooral in de eerste naoorlogse jaren was er in West-Europa een grote behoefte aan zo'n beperking, voornamelijk om twee redenen<sup>28</sup>.

Op de eerste plaats lagen de slechte ervaringen met het vluchtkapitaal in de jaren dertig nog vers in het geheugen; ten tweede eiste het naoorlogse economische herstel dat het internationale handels- en betalingsverkeer vrij ingrijpend van overheidswege werd gereguleerd. Een zekere ordening van de economisch verhoudingen van bovenaf was niet slechts een tijdelijk verschijnsel. In de naoorlogse gemengde volkshuishouding heeft de overheid duurzaam een veel grotere economische en monetair-politieke betekenis dan in de vroegere liberale maatschappij. Vanuit dit gezichtspunt dienen de overheidsmaatregelen met betrekking tot het internationale kapitaalverkeer te worden bezien; zij leiden tot beperkingen van tweeërlei aard:

1. directe regulering van het kapitaalmarktverkeer. De maatregelen in dit verband kunnen bestaan uit:
  - maatregelen met een discriminerende strekking. Discriminatie duidt hier op het scheppen van onderscheiden marktvoorwaarden met de bedoeling een ongewenste export van kapitaal te voorkomen. Uiteraard kunnen de concrete maatregelen in dit verband allerlei vorm aannemen. Ruding heeft een onderzoek ingesteld naar de discriminerende regelingen met betrekking tot het internationale kapitaalverkeer welke na 1944 in West-Europa tot stand zijn gekomen<sup>29</sup>. Hij onderscheidde daarbij deviezenvoorschriften, fiscale bepalingen, administratieve maatregelen en beleggingsvoorschriften voor financiële instellingen;
  - maatregelen ter ordening van het nationale kapitaalmarktverkeer, zoals emissievoorschriften, bepalingen omtrent de beurshandel, de controle op financiële instellingen en publiciteitsvoorschriften voor – hoofdzakelijk – naamloze vennootschappen. Deze maatregelen kunnen sterk variëren van land tot land en mitsdien beperkend zijn, wat betreft het kapitaalverkeer over de grenzen heen;
2. indirecte regulering van het kapitaalmarktverkeer als gevolg van het economisch beleid dat de overheid voert (het monetaire, het fiscale en het budgettaire beleid). In hoeverre hieruit een beperking van het internationale kapi-



taalverkeer kan voortvloeien is niet zonder meer op basis van objectieve maatstaven aan te duiden. Of een beperking al dan niet aanwezig wordt geacht, is afhankelijk van het criterium aan de hand waarvan dit kapitaalverkeer wordt beoordeeld. Hierbij kan als criterium gelden dat kapitaal naar die plaats dient te worden geleid, waar de meest produktieve aanwending mogelijk is. Op grond van dit criterium stelt Ruding dat het overheidsbeleid als hier bedoeld, kan leiden tot een beïnvloeding van het internationale kapitaalverkeer op twee niet-gewenste wijzen. Het kan zijn dat uit een oogpunt van maximale produktiviteit kapitaalbewegingen achterwege blijven, die eigenlijk hadden moeten plaats hebben; respectievelijk kapitaalbewegingen plaats hebben, die eigenlijk achterwege moesten blijven. In beide situaties is er sprake van een averechtse beïnvloeding van het internationale kapitaalverkeer.

Concluderend kan worden vastgesteld dat vijf factoren tot een zekere gescheidenheid van de nationale kapitaalmarkten aanleiding kunnen geven. Deze zijn de gescheidenheid van de nationale geldstelsel, de aard van de wisselkoers, de mate van valutaconvertibiliteit, de directe regulering van het kapitaalmarktverkeer en de strekking van het economische overheidsbeleid. De vraag rijst hoe deze factoren beleidsmatig met betrekking tot de gewenste monetaire stabiliteit binnen de interne markt moeten worden beoordeeld. De gescheidenheid van de nationale geldstelsels dient vooralsnog als een gegeven te worden aanvaard. Immers, een monetaire unie met één geldeenheid voor de gehele Gemeenschap laat nog wel even op zich wachten. Zij zal in 1995 nog niet zijn verwerkelijk.

Wat betreft de aard van de wisselkoers is het te hopen dat het EMS op de wijze zoals beschreven in het vorige hoofdstuk zal worden versterkt en zo'n coördinatie van het sociale en economische beleid tot stand zal komen als voor de gewenste monetaire stabiliteit nodig is. Convertibiliteit zonder enige beperking, met name wat betreft het kapitaalverkeer, is een voorwaarde waaraan dient te worden voldaan, opdat de interne markt als zodanig intact zal blijven. De directe regulering van het kapitaalverkeer dient zodanig gestalte te krijgen dat maatregelen met een discriminerende strekking geheel tot het verleden behoren en die, ter ordening van de nationale verhoudingen in de EG-lid-staten, zoveel mogelijk uniform zullen zijn.

Dan resteert nog de indirecte regulering van het kapitaalverkeer, waaraan als eis moet worden gesteld dat kapitaalbewegingen, die uit een oogpunt van maximale produktiviteit ongewenst zijn, zoveel mogelijk worden ontmoedigd. Het beleid dat hiervoor nodig is loopt voor een goed deel parallel met de noodzakelijke beheersing en harmonisatie van de overheidsfinanciën, zoals dat in de vorige paragraaf aan de orde was.

#### **4.5.5 Wisselkoersaanpassing en economisch beleid**

Een versterking van het EMS en een coördinatie van het sociale en economische beleid binnen de Gemeenschap, zoals in het voorgaande omschreven, zullen vooralsnog niet in die mate mogelijk zijn, dat vaste wisselkoersen tot stand komen. Het is realistisch te verwachten dat in de naaste toekomst van zeven à tien jaar diverse wisselkoersaanpassingen zullen plaatsvinden. In dit verband is – naast het gedrag van de landen, die reeds deelnemen in het EMS-wisselkoersarrangement – de rol van Engeland, Griekenland, Spanje en Portugal van betekenis.

De vraag rijst hoe eventuele toekomstige koersaanpassingen beleidsmatig in de toekomst van het EMS moeten worden geïntegreerd. In dit verband is de recente geschiedenis van de EMS-koersaanpassingen leerzaam. Daarbij gaat de aandacht uit naar de koersaanpassing van de Belgisch-Luxemburgse franc op 22 februari 1982, de devaluatie van de Franse franc op 14 juni 1982 en de devaluatie van het Ierse pond op 4 augustus 1986.

Tot begin 1982 waren de koersaanpassingen in EMS-verband nog in hoge mate een monetair-technische aangelegenheid. Voor een beoordeling hiervan is het nodig te letten op de aard van officiële wisselkoerswijzigingen. Re- en devaluaties zijn harde maatregelen, die worden genomen met het doel binnen het land in kwestie orde op zaken te stellen, die duidelijk uit de hand zijn gelopen. Tot 1982 werden de koersaanpassingen hierbij vrijwel op zich beschouwd als maatregelen om met één klap de nationale prijsniveaus beter op elkaar af te stemmen. Het gezichtsveld werd praktisch beperkt tot deze eenmalige aanpassing.

Met de koersaanpassing van de Bfr. in 1982 werd het blikveld verbreed. België kampte met ernstige economische problemen. In de periode 1973-1980 bedroegen de reële kostenstijgingen 4 procent per jaar, tegenover 2,3 procent in de Bondsrepubliek en 1,8 procent in ons land. Voorts waren de overheidsfinanciën uit de hand gelopen. De staatsschuld, die voor een groot deel met een onaangenaam wisselkoersrisico in het buitenland was geplaatst, bedroeg Bfr. 350 mrd. De lopende rekening leverde een tekort op in 1981 van Bfr. 250 mrd. België slaagde er gedurende een vrij lange tijd in zijn valuta te verdedigen met een hoge reële rente. Terwijl de inflatie beperkt bleef tot 7 à 7½ procent, liep de nominale rente op tot 13 à 14 procent. Hiermee kon inderdaad de Bfr-koers enige tijd worden gestabiliseerd. Voor de gang van zaken op langere termijn was dit onvoldoende. Een devaluatie werd nodig geacht, maar op de keper beschouwd was deze een eigenaardige maatregel. Weliswaar lag de inflatie in België iets hoger dan in West-Duitsland en Nederland. Voorts vertoonde de Belgische lopende rekening een vrij groot tekort. In dit deficit speelde echter de grote rentelast in verband met omvangrijke leningen van de overheid in het buitenland een belangrijke rol, waarbij een devaluatie niet kan helpen om orde op zaken te stellen. Bijgevolg was het de vraag of België, gelet op zijn internationale monetaire positie, wel echt een devaluatie nodig had. Het belangrijkste probleem was immers niet een onevenwichtige economische en monetaire positie ten opzichte van de omringende landen, maar te sterk gestegen arbeidskosten en uit de hand gelopen overheidsfinanciën. De devaluatie had dan ook voor een goed deel tot doel om bij wijze van 'shock' de Belgen ervan te doordringen dat met harde hand orde op zaken moest worden gesteld. Het devaluatiebesluit kreeg daarmee in hoge mate een politieke strekking. Het diende als middel om binnenlands het economisch herstelbeleid te motiveren. Het EMS-wisselkoers-overleg kreeg een politieke inhoud, hetgeen werd voortgezet met de Ffr.-devaluatie. In 1982 bedroeg de Franse inflatie 13½ procent en het tekort op de lopende rekening was ruim Ffr. 40 mrd. Zo ontstond het bekende beeld van een structureel te hoog prijsniveau ten opzichte van de omringende landen en een gapend tekort op de lopende rekening. Het een en ander verwijst met een bijna natuurwettelijke noodzaak in de richting van een wisselkoersaanpassing. Zo was er duidelijk sprake van een economische en monetaire pressie in Frankrijk, die ertoe noopte om orde op zaken te stellen. Een devaluatie was niet te vermijden. Zo'n maatregel is steeds onaangenaam voor bepaalde takken van handel en industrie, vooral vanwege verslechterende importcondities. In deze situatie gelukte het Frankrijk het EMS-overleg andermaal een politieke strekking te geven met een pressie tot combinatie van een DM en gulden-revaluatie en een beperkte Italiaanse lire en Franse franc-devaluatie. Aan opwaardering van de Westduitse en Nederlandse geldeenheid was in feite geen behoefte. Het meest voor de hand lag een substantiële waardevermindering van de Franse franc zonder meer. Een verwerkelijking hiervan lag echter heel zwaar op de Franse politieke maag. Het resultaat was een te geringe devaluatie van de Ffr. en – als vervolg – een onvoldoende pressie voor Frankrijk om binnenlands vanuit economisch en monetair gezichtspunt orde op zaken te stellen.

Deze negatieve ervaring is gerectificeerd met de devaluatie van het Ierse pond. Wisselkoersen dienen ter wille van internationale monetaire stabiliteit globaal in overeenstemming te zijn met de concurrentiepositie van een land zonder over- of onderwaardering. Hieraan is niet voldaan als betalingsbalansen

grote onevenwichtigheden vertonen. In die situatie kunnen re- en devaluaties passen als het begin van een oplossing. Maar dergelijke maatregelen zijn nimmer voldoende. In vervolg op een wisselkoerswijziging is een intern herstelbeleid nodig om een herhaling van de geschiedenis te voorkomen. Bij de devaluatie van het Ierse pond werd dit begrepen, want het voorstel werd getoetst aan vier criteria:

- de algemene economische situatie – met name de positie van de lopende rekening – moet de afwaardering noodzakelijk maken;
- de devaluatie mag niet zo groot zijn dat zij een intern herstelbeleid gedurende enige tijd onnodig maakt, maar ook niet zo klein dat al spoedig een nieuwe aanpassing nodig is;
- het voorstel moet tijdig worden ingediend, in die zin dat valutaspeculatie niet kan inspireren tot een grotere devaluatie dan eigenlijk nodig is;
- er moet een deugdelijk voorstel worden gepresenteerd wat betreft het herstelbeleid dat na de devaluatie zal worden gevoerd.

Met de formulering van deze criteria is het EMS in de goede richting gegaan. Een verfijning is wellicht nog mogelijk. Het is moeilijk aan de indruk te ontkomen dat bij concreet wisselkoersoverleg de geneigdheid om re- en devaluatie te combineren te groot is als in feite kan worden voldaan met afwaardering. Tevens lijkt het gewenst om het overleg over het vierde punt los te koppelen van de concrete besluitvorming wat de wisselkoersaanpassing betreft.

#### 4.5.6 Tijdspectief voor de Gemeenschap

De vorming van een juiste monetaire en sociaal-economische context voor de interne markt vereist de omschreven maatregelen op korte en op lange termijn. De wijze waarop dit in de naaste toekomst geschiedt zal goeddeels bepalend zijn voor het beeld van de Gemeenschap in 1995. Daarbij is het nodig deze maatregelen goed op elkaar af te stemmen. Deze aangelegenheid blijkt uit een schets van het tijdspectief voor de Gemeenschap. Het EG-integratieproces heeft twee tijdsdimensies.

Op korte termijn – die momenteel globaal reikt tot 1995 – gaat het om een concreet program binnen een politiek, monetair en sociaal-economisch afzienbare tijd van enkele jaren, echter met een flexibiliteit bij de uitvoering, rekening houdende met actuele vraagstukken en veranderende omstandigheden. Binnen dit tijdspectief moet met name de interne markt worden gerealiseerd en de versterking van het EMS tot stand komen.

Op lange termijn is en blijft het oog gericht op de verwerkelijking van de economische en monetaire unie, die haar voltooiing zal vinden in de creatie van één valuta voor de Gemeenschap. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om 1 januari 2000 als streefdatum, waarmee slechts gezegd wil zijn dat zij vooralsnog buiten de 'clock time' ligt, zodat nog geen praktische programmering in de aangeduide richting kan plaatsvinden. De betekenis van dit lange-termijnspectief is vooral dat de coördinatie van het sociale en economische beleid er in moet passen. Hierbij strekt de geschiedenis op een negatieve wijze tot lering. In het begin van de jaren zeventig was de 'timing' van de EG-integratie niet goed, omdat, dat was althans de intentie, te direct en te resoluut op het grote ideaal – een economische en monetaire unie – werd afgestevend. Binnen een democratische samenleving is het moeilijk, zo niet onmogelijk, dat leert intussen de Gemeenschapservaring, om op deze wijze te werk te gaan. Voor deze samenleving is integratie het opgaan van delen in een geheel, waarbij die delen een bepaalde zelfstandigheid behouden. Het een en ander geschiedt op basis van vrijheid.

In onze samenleving leidt vrijheid niet dwangmatig tot het rechttoe, rechtaan afwerken van een bepaald program. Vrijheid is – althans dat mogen wij hopen – voor ons zelf te kiezen ontplooiing in concrete omstandigheden, mede globaal gericht op de verwerkelijking van nastrevenswaardige lange-termijndoelstellingen. In deze gedachtengang is de economische en monetaire unie enerzijds

een streefpunt, dat waard is om het in de loop van de tijd te verwezenlijken; anderzijds echter weten wij dat er in onze samenleving – dankzij de mogelijkheid tot vrije ontplooiing voor een ieder – krachten werkzaam zijn, die een concreet-geprogrammeerde verwerkelijking van de unie in een reeks van jaren niet toelaten. Het optreden van een 'storing' is nu echter geen ideologische desillusie, maar aanvaardbaar met een respect voor de vrijheid als zodanig, hetgeen verhindert toekomstige ontwikkelingen in een al te nauw keurslijf te steken. Hierdoor bevat het tijdsperspectief van de Gemeenschap wat betreft de vorming van de interne markt met de daarbij behorende monetaire en sociaal-economische context vrij veel onzekerheid, hetgeen echter de realisering van de intenties des te waardevoller maakt. Het beeld van de Europese Gemeenschap in 1995 is onzeker en hoopvol.

#### 4.6 Samenvatting en conclusies

In hoofdstuk 4.2 van deze studie kwam naar voren dat tot het einde van de jaren zestig met een bepaalde vanzelfsprekendheid de natie als het juiste geografische circulatiegebied voor een valuta werd beschouwd. Dat is niet langer het geval. Het is in het bijzonder de vraag of met het naast elkaar bestaan van nationale geldstelsels een macro-economisch en monetaire context ontstaat, die goede kansen biedt voor de ontwikkeling van de interne markt, die is voorzien per 31 december 1992. De vraag naar deze context betekent een behoefte aan inzicht met betrekking tot de contouren van de Europese Gemeenschap in 1995. Het zoeken naar een antwoord op deze vraag startte met een onderscheid tussen flexibele, stabiele en vaste wisselkoersen, respectievelijk een geldeenheden. Idealiter is het functioneren van een valuta binnen de gehele Gemeenschap, maar in werkelijkheid is er nog slechts sprake van een stabiele wisselkoers binnen het kader van het Europees Monetaire Systeem.

Ondanks het relatieve succes wat betreft de bereikte wisselkoersstabiliteit moet het Europees Monetaire Systeem nog steeds als een zwakke vormgeving van positieve integratie worden aangemerkt. Tegelijk wordt in toenemende mate duidelijk dat in de naaste toekomst, vooral in verband met de vorming van een interne markt, de EG behoefte heeft aan vergroting van de wisselkoersstabiliteit. Dit thema is nader behandeld in hoofdstuk 4.3. Het ontwerp van een beleidslijn, die passend is voor de Gemeenschap in de komende jaren, startte met een aanduiding van de factoren, die in nationaal verband de wisselkoersstabiliteit bedreigen. Daarbij ging in het bijzonder de aandacht uit naar aangelegenheden die de evenwichtige verhouding van de nationale prijsniveau's en reële rentehoogten kunnen aantasten. Binnen de huidige, concrete Westeuropese verhoudingen wordt de stabiliteit van de wisselkoersen vooral bedreigd door gedifferentieerde lopende rekeningposities en financieringsstekorten van de overheden. Een tekort op de lopende rekening duidt op een relatief te hoog nationaal prijsniveau ofte wel inflatie, welke doorgaans gepaard gaat met een te sterke groei van de liquiditeitenmassa. In deze situatie zal de geldmarktrente vrij hoog zijn. Omdat de inflatie – en mogelijk andere factoren, zoals een vrij grote vraag – aanleiding geeft tot looneisen, ligt een relatief sterke opwaartse beweging van de loonkosten per eenheid produkt voor de hand. Het gaat hierbij overwegend om ontwikkelingen op korte termijn, die vooral van belang zijn voor het te voeren monetaire beleid, alsmede voor de regulering van de prijs- en loonvorming. Een omvangrijk financieringstekort van een overheid zal leiden tot een groot kapitaalmarktberoep, waaraan kan worden voldaan door aanbod van reeds bestaande of van nieuw gecreëerde liquiditeiten. Ook hierin schuilt een inflatiegevaar. Deze gang van zaken leidt tot vergroting van de overheidsschuld, respectievelijk van de rentelast. Het een en ander zal een opwaartse druk betekenen wat betreft de rente met een nadelige invloed op economische groei en werkgelegenheid.

Een analyse van de huidige situatie in de EG-lid-staten maakte duidelijk dat vergroting van de wisselkoersstabiliteit nodig is door constructieve coördinatie van het nationale, economische en monetaire beleid voor beheersing van het intrest- en prijsniveau. Immers, binnen een interne markt zijn andere middelen ter correctie van betalingsbalansonevenwichtigheden praktisch uit handen gegeven. Het zal echter moeilijk zijn om de gewenste stabiliteit te realiseren. Twee landen – Griekenland en Portugal – verkeren de facto in een labiele situatie. Waarschijnlijk zullen zij op de korte noch de lange termijn kunnen bijdragen aan de gewenste wisselkoersstabiliteit. De vraag rijst of het voor deze lid-staten überhaupt mogelijk is om in het gewenste streven naar wisselkoersstabiliteit met het oog op de komende interne markt te kunnen meedoen. Vervolgens verkeren België/Luxemburg, Ierland, Italië en Spanje in een instabiele situatie op lange termijn. De implicaties hiervan, vooral met het oog op de gewenste macro-economische en monetaire stabiliteit binnen de Europese Gemeenschap in 1995, kwamen aan de orde in de hoofdstukken 4.4 en 4.5.

Het zal nodig zijn de wisselkoersstabiliteit te versterken binnen de Gemeenschap als een regio waarin praktisch vrij kapitaalverkeer bestaat, hetgeen overwegend dient te geschieden door het nationale economische en monetaire beleid na beheersing van het intrest- en prijsniveau constructief te coördineren. Het is gewenst dat deze coördinatie tot stand komt door:

- institutionele versterking van het Europese Monetaire Stelsel, waarvoor als uitgangspunt geldt dat het desbetreffende stelsel een 'parity grid system' is. Het is nodig dit systeem te versterken met vergroting van betalingsbalansdiscipline, hetgeen mogelijk is met inbouw van 'basket system'-elementen. Daartoe is een herformulering van de Ecu nodig, in die zin dat de korfformule vervalt en de Ecu-waarde zelfstandig beleidsmatig wordt vastgesteld. Voorts is het nodig dat de nationale centrale banken ten behoeve van de instellingen die onder hun toezicht een Ecu-faciliteit openen en in die zin als 'lender of last resort' gaan fungeren. Vervolgens lijkt het gewenst te regelen dat het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking als 'lender of last resort' kan optreden tegenover de nationale centrale banken, waarbij een verbinding kan worden gelegd naar het reeds functionerende systeem van multilaterale Ecu-clearing;
- de komende interne markt zal, vooral als het lukt de gewenste wisselkoersstabiliteit te realiseren, wellicht gekenmerkt zijn door vrij grote sociale en regionale veranderingen. Binnen deze markt zullen besparingen gemakkelijker dan voorheen bewegen naar industrieel goed geoutilleerde gebieden en binnen deze naar relatief rendabele bedrijfstakken en ondernemingen. Hierbij zal niet zelden een industrieel-geografische verplaatsing optreden, die het karakter heeft van afbrekende opbouw. Zo ontstaat een vraagstuk van sociale en economische achterstand binnen interregionale verhoudingen, hetgeen een heroverweging van het tot dusver gevoerde sociale en regionale beleid vereist;
- een relatief vraagstimulerend begrotingstekort van een overheid binnen een regio met monetaire stabiliteit resulteert in een regionaal lopende rekeningtekort, hetgeen noopt tot compenserende kapitaalimport. Er vindt dan vanuit deze regio een verplaatsing van de bedrijvigheid plaats naar een gebied, waar de overheid niet zo'n stimulerend beleid voert. Dit kan tot grote spanningen leiden. Het is immers zo dat de overheid, die kampt met een financieringstekort, concurrerend met het goed renderende bedrijfsleven uit het gebied waar zo'n deficit niet optreedt, kapitaal moet aantrekken. Op langere termijn leidt dit tot onhoudbare spanningen, hetgeen impliceert dat binnen de interne markt een beheersing en coördinatie van de overheidsfinanciën nodig is;
- weliswaar kent de komende interne markt, dat is althans de bedoeling, vrij kapitaalverkeer. Echter, niet alle belemmeringen worden in dit verband opgeheven, omdat vooralsnog gescheiden geldstelsel blijven bestaan, die – gelet op mogelijke differentiaties in het nationale budgettaire beleid – het internationale kapitaalverkeer zelfstandig kunnen beïnvloeden. Het is mogelijk dat hierbij kapitaal wordt geleid naar gebieden waar het niet op de meest productieve wijze kan worden aangewend. Het is gewenst dat binnen de Gemeen-

- schap een beleid wordt gevoerd, waarmee een kapitaalverkeer met deze strekking zoveel mogelijk wordt voorkomen;
- het is geenszins uitgesloten dat in de naaste toekomst binnen het EMS nog wisselkoersaanpassingen nodig zijn. Re- en devaluaties zijn harde, maar altijd onvolledige maatregelen. In het bijzonder is bij devaluatie nazorg in de vorm van een intern herstelbeleid nodig. Het EMS heeft zich recentelijk in een juiste richting bewogen door een goed nazorgprogramma als criterium te aanvaarden bij het besluit tot een koersaanpassing. Het lijkt geenszins uitgesloten dat het beleid met betrekking tot deze nazorg nog kan worden verbeterd.

Het behoort tot de aard van het EG-integratieproces dat het beleidsmaatregelen vereist op korte en op lange termijn. Wat betreft de nabije toekomst is het van belang de interne markt gestalte te geven en de gewenste versterking van het EMS te realiseren. Op lange termijn is het gewenst de economische en monetaire unie tot stand te brengen, waaraan vooral door de coördinatie van het sociaal-economische beleid kan worden bijgedragen.

## Omschrijving van begrippen

### *'Basket system'*

Wisselkoersstelsel, waarbij een geldeenheid als centrale n<sup>de</sup> valuta fungeert, waartegenover de andere deelnemende valuta's een bepaalde koers aanvaarden, die – met inachtneming van een zekere bandbreedte – wordt gehandhaafd.

### *Betalingsbalans*

Een in geld uitgedrukt systematisch overzicht van alle transacties, die gedurende een bepaalde periode tussen de ingezetenen van het land en die van een of meer andere landen plaatsvinden, respectievelijk hebben plaatsgevonden. De betalingsbalans bestaat uit de lopende rekening en de kapitaalbalans, plus eventueel een saldo.

### *Bretton-Woodsstelsel*

Internationaal monetair systeem in het kader waarvan de VS-dollar een waarde in goud had en de niet-Amerikaanse deelnemende valuta's een bepaalde koers tegenover de VS-dollar vaststelden. Deze koers werd binnen een bepaalde bandbreedte gehandhaafd. Op 19 maart 1973 werden de aldus vastgestelde koersen in West-Europa opgezegd, waarmee de facto het Bretton-Woodsstelsel ophield te bestaan.

### *Convertibiliteit*

Betreft de inwisselbaarheid en aanvaardbaarheid van valuta's. Convertibiliteit kan zijn beperkt

- naar de houders;
- naar transacties;
- naar valuta's.

De EG-landen kennen een vrijwel volledige convertibiliteit.

### *Discontobeleid*

Vaststellen van de intresttarieven, die de centrale bank hanteert tegenover het particuliere bankwezen, voor zover het hierbij gaat om het wissel-, het voorschot- en het promessedisconto.

### *Douane-unie*

Een vorm van economische integratie, waarbij tussen de deelnemende landen invoerrechten, kwantitatieve restricties en andere handelsbelemmeringen zijn opgeheven. De unie heeft een gemeenschappelijk buitentarief, terwijl de inkomsten uit invoerrechten volgens een overeengekomen formule tussen de lid-staten worden verdeeld.

### *Economische en monetaire unie*

- Economisch: een zône met vrij verkeer voor personen, goederen en diensten zonder concurrentievervalsing, waarbinnen regionale en structurele onevenwichtigheden zoveel mogelijk worden vermeden.

- **Monetair:** een zône, waarbinnen de wisselkoersen tussen de valuta's onherroepelijk vast liggen en volledige convertibiliteit bestaat. Het een en ander impliceert een geheel vrij kapitaalverkeer.

#### *ECU – Europees Currency Unit*

- EG-valutacocktail, die momenteel bestaat uit
 

0,719	Duitse mark
1,31	Franse franc
0,0878	Pond sterling
0,256	Gulden
3,85	Belg./Luxemb. franc
140,00	Lire
0,219	Deense kroon
0,00871	Ierse pond
1,15	Griekse drachme

#### *ECU-faciliteit*

Bereidverklaring van een instantie – met name een centrale bank – om een Ecu-deposito te aanvaarden, respectievelijk een Ecu-krediet te verlenen, tot een bepaald bedrag en op basis van nader vast te stellen condities.

#### *Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking*

EG-instelling, die per 1 april 1973 tot stand kwam in verband met het 'slang-in-de-tunnel'-arrangement. De verrekening van de interventiebedragen in verband met het EMS verloopt via dit Fonds, dat zijn zetel heeft in Luxemburg.

#### *Europees Monetair Systeem*

Overeenkomst tussen de EG-lid-staten, die bestaat sinds 13 maart 1979, waarin een bepaalde monetaire samenwerking is geregeld. Tot deze overeenkomst behoort een wisselkoersarrangement, in het kader waarvan onderlinge koersen zijn afgesproken, die binnen een marge van 4½ procent worden gehandhaafd. Voor Italië geldt een marge van 12 procent. Engeland, Griekenland, Spanje en Portugal doen (nog) niet mee in dit wisselkoersarrangement.

#### *Financieringstekort*

Het negatieve verschil tussen de lopende inkomsten en de lopende uitgaven gedurende een bepaalde periode.

#### *Geldmarkt*

Is het gedeelte van de vermogensmarkt waarop leningen worden geplaatst voor een termijn van één jaar of korter. Recentelijk is er een neiging om deze grens bij twee jaar te leggen, maar dat is nog niet een uitgekristalliseerde algemene opvatting. Omdat de desbetreffende leningen overwegend bij het bankwezen worden aangegaan wordt de krapte, respectievelijk ruimte op de geldmarkt meestal aangegeven met een verwijzing naar de liquiditeitspositie van het bankwezen.



### *Integratie*

- Algemene omschrijving:* het in vrijheid genomen besluit tot internationaal-economische toenadering, het opgaan van delen in een geheel, waarbij die delen een bepaalde zelfstandigheid behouden.
- Graad:* intensiteit van integratie, variërend van nul (volledige scheiding) tot één (eenheid).
- Negatief:* het wegnemen van nationale belemmeringen om tot één markt te komen.
- Positief:* het voeren van een gemeenschappelijk of door de Gemeenschap gecoördineerd beleid.

### *Interne markt*

- Algemene omschrijving:* een gebied, waar binnen de nationale grenzen geen economische belemmeringen zijn.
- Omschrijving in het EG-verdrag artikel 8a:*  
'...een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal is gewaarborgd volgens de bepalingen van Verdrag...'

### *Interventie*

Koop, respectievelijk verkoop van valuta's door centrale banken ten einde daarmee de wisselkoersvorming op een bepaalde gewenste wijze te beïnvloeden.

### *Kapitaalmarkt*

Is het gedeelte van de vermogensmarkt waarop leningen worden geplaatst voor een termijn langer dan een jaar. Recentelijk is er een neiging om deze grens bij twee jaar te leggen, maar dat is nog niet een uitgekristalliseerde opvatting.

### *Koopkrachtpariteitentheorie*

Volgens deze theorie wordt de wisselkoers bepaald door de verhouding van de binnenlandse koopkracht van de betrokken geldeenheden. Deze theorie wordt doorgaans gepresenteerd in de vorm van de relatieve koopkrachtpariteitentheorie, die zegt dat wisselkoerswijzigingen worden veroorzaakt door veranderingen in de koopkrachtverhouding van de valuta's.

### *Kredietrestrictie*

- Instrument van de centrale bank ter regulering van de kredietverlening door het particuliere bankwezen, bestaande uit
- directe restricties, waarbij de post 'kredieten' op de balans direct in zijn groei gedurende een bepaalde periode procentueel wordt begrensd;
  - indirecte restricties, waarbij de post 'kredieten' wordt begrensd in zijn groei door het voorschrijven van bepaalde balansverhoudingen.

### *'Lender of last resort'*

Instantie, waarop particuliere banken in geval van tekort aan middelen een beroep kunnen doen, bij een overigens gezonde bedrijfseconomische positie. Binnen nationale verhoudingen fungeren de centrale banken als 'lender of last resort'.

### *Liquiditeitenmassa*

Geldhoeveelheid in ruime zin, die bestaat uit:

- primaire liquiditeiten, dat wil zeggen al datgene wat de functies reken-, ruil- en spaarmiddel uitoefent (chartaal en giraal geld);
- secundaire liquiditeiten ('bijna geld') dat wil zeggen al datgene wat op korte termijn, zonder groot waardeverlies en op grote schaal in primaire liquiditeiten kan worden omgezet.

### *Lopende betalingsverkeer*

- Algemeen: betalingen respectievelijk ontvangsten in een bepaalde periode, die niet tot doel hebben schulden af te lossen dan wel aan te gaan die betrekking hebben op een langere periode.
- Internationaal: het betalingsverkeer, dat wordt geadmistreerd op de lopende rekening van de betalingsbalans.

### *Lopende rekening*

Het deel van de betalingsbalans waarop het goederen- en dienstenverkeer wordt geadmistreerd, alsmede de inkomensoverdrachten.

### *Monetaire integratie*

Het beleid dat door landen gezamenlijk wordt gevoerd met betrekking tot het functioneren van het geld.

### *'Optimum currency area'*

Het gebied, waarbinnen één en dezelfde geldeenheid op de beste wijze de functies rekeneenheid, ruil-, spaar- en betaalmiddel kan uitoefenen.

### *'Parity grid system'*

Wisselkoerssysteem, waarbij de deelnemende valuta's tegenover elkaar officiële koersen hebben aanvaard, die binnen een bepaalde marge worden gehandhaafd. Re- en devaluaties kunnen slechts plaatsvinden op basis van gemeenschappelijke besluiten.

### *'Slang in de tunnel'-arrangement*

Afspraak binnen de Europese Gemeenschap, die gold van 24 april 1972 tot 13 maart 1979. Volgens deze afspraak zouden in de loop van de tijd de onderlinge wisselkoersen liggen binnen een marge van 4½ procent (de tunnel), terwijl het koersverschil tussen de hoogst- en de laagstgewaardeerde valuta dagelijks niet meer zou bedragen dan 2½ procent (de slang).

### *Wisselkoers*

#### *Algemeen:*

de waarde van een valuta uitgedrukt in een andere valuta.

#### *Zwevende of flexibele wisselkoers:*

komt tot stand als resultaat van de vraag en het aanbod op de valutamarkten.

Hierbij worden onderscheiden:

- koersen zonder interventie of 'clean floating';
- koersen met interventie of 'managed floating'.

#### *Stabiele wisselkoers:*

officieel vastgesteld met de mogelijkheid om te re- respectievelijk te deva-  
lueren.

#### *Vaste wisselkoers:*

officieel vastgesteld zonder de mogelijkheid om te re- respectievelijk te deva-  
lueren.

# Bijlage A

## Economische en monetaire situatie in de EG-lidstaten

1. België		1986	1987	1988	1989
A	Lopende rekening	1,5	1,9	1,8	1,9
	Stijging prijsniveau	1,3	1,6		
	Geldgroei	11,6	10,5		
	Rente korte termijn	8,1	7,1		
B	Financieringstekort overheid	9,2	7,2		
	Bruto overheidsschuld	120,1	123,8	128,5	132,4
	Werkloosheid	12,5	12,2		
	Rente lange termijn	7,9	7,8		
2. Denemarken		1986	1987	1988	1989
A	Lopende rekening	-5,2	-3,0	-2,5	-2,3
	Stijging prijsniveau	3,6	4,0		
	Geldgroei	8,4	4,4		
	Rente korte termijn	9,1	9,9		
B	Financieringstekort overheid	-3,1	-2,1		
	Bruto overheidsschuld	59,8	58,4	57,1	55,7
	Werkloosheid	7,5	7,5		
	Rente lange termijn	10,5	11,9		
3. West-Duitsland		1986	1987	1988	1989
A	Lopende rekening	4,4	4,0	4,0	4,2
	Stijging prijsniveau	-0,2	0,2		
	Geldgroei	6,8	6,-		
	Rente korte termijn	4,-	4,-		
B	Financieringstekort overheid	1,3	1,7		
	Bruto overheidsschuld	42,6	43,7	45,8	48,0
	Werkloosheid	8,1	8,1		
	Rente lange termijn	5,9	5,8		
4. Griekenland		1986	1987	1988	1989
A	Lopende rekening	-5,5	-3,4	-2,8	-3,7
	Stijging prijsniveau	23,0	16,4		
	Geldgroei	19,-	24,8		
	Rente korte termijn	19,8	14,9		
B	Financieringstekort overheid	10,5	9,4		
	Bruto overheidsschuld	64,6	67,3	70,1	73,6
	Werkloosheid	2,8	2,9		
	Rente lange termijn	15,8	17,3		

**Economische en monetaire situatie in de EG-lidstaten (vervolg)**

<b>5. Frankrijk</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	0,4	-0,3	0,1	0,1
	Stijging prijsniveau	2,7	3,1		
	Geldgroei	4,1	4,3		
	Rente korte termijn	7,7	8,3		
B	Financieringstekort overheid	2,9	2,5		
	Bruto overheidsschuld	35,1	36,7	38,0	39,2
	Werkloosheid	10,7	11,2		
	Rente lange termijn	8,4	9,4		

<b>6. Ierland</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	-2,8	1,3	2,6	3,5
	Stijging prijsniveau	3,8	3,7		
	Geldgroei	-1,0	10,9		
	Rente korte termijn	12,4	11,1		
B	Financieringstekort overheid	10,7	9,-		
	Bruto overheidsschuld	133,3	133,5	136,4	139,1
	Werkloosheid	18,3	19,3		
	Rente lange termijn	11,1	11,3		

<b>7. Italië</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	0,4	-0,1	-0,4	-0,6
	Stijging prijsniveau	5,8	4,8		
	Geldgroei	9,4	8,3		
	Rente korte termijn	12,8	11,4		
B	Financieringstekort overheid	11,4	10,5		
	Bruto overheidsschuld	87,9	93,4	98,4	103,5
	Werkloosheid	13,7	13,9		
	Rente lange termijn	11,7	11,3		

<b>8. Nederland</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	2,9	1,7	1,6	1,8
	Stijging prijsniveau	0,3	-0,1		
	Geldgroei	4,5	3,9		
	Rente korte termijn	5,7	5,4		
B	Financieringstekort overheid	5,9	6,2		
	Bruto overheidsschuld	73,4	79,0	84,3	88,0
	Werkloosheid	12,3	11,9		
	Rente lange termijn	6,4	6,4		

**Economische en monetaire situatie in de EG-lidstaten (vervolg)**

<b>9. Portugal</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	3,9	1,8	-0,1	-1,7
	Stijging prijsniveau	11,8	9,3		
	Geldgroei	25,9	16,8		
	Rente korte termijn	15,6	13,9		
B	Financieringstekort overheid	8,2	8,8		
	Bruto overheidsschuld	64,0	66,6	71,0	76,5
	Werkloosheid	8,3	7,2		
	Rente lange termijn	17,9	15,4		
<b>10. Spanje</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	1,7	0,1	-0,8	-2,1
	Stijging prijsniveau	8,8	5,3		
	Geldgroei	11,4	14,-		
	Rente korte termijn	11,7	15,8		
B	Financieringstekort overheid	6,1	3,6		
	Bruto overheidsschuld	47,4	48,8	50,3	51,1
	Werkloosheid	20,0	20,7		
	Rente lange termijn	11,4	12,8		
<b>11. Verenigd Koninkrijk</b>		<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
A	Lopende rekening	0,0	-0,6	-3,1	-3,4
	Stijging prijsniveau	3,4	4,1		
	Geldgroei	9,1	22,9		
	Rente korte termijn	10,9	9,7		
B	Financieringstekort overheid	2,4	1,4		
	Bruto overheidsschuld	56,1	54,2	52,8	50,4
	Werkloosheid	12,-	10,6		
	Rente lange termijn	9,8	9,5		

*Toelichting*

- De gegevens zijn ontleend aan European Economy, publikatie van de Europese Commissie en de 'OECD'-Economic Outlook, nr. 44, December 1988.
- De lopende rekeningposities zijn uitgedrukt in een percentage van het bruto nationaal produkt.  
De cijfers voor 1988 en 1989 berusten op schattingen.
- De inflatie is aangegeven als de ontwikkeling van het indexcijfer van de prijzen voor consumptiegoederen.
- De geldgroei-opgave over 1987 is beperkt tot januari t/m september.
- Het financieringstekort is aangegeven in een percentage van het nominale bruto nationale inkomen.
- Bij gebrek aan betere gegevens zijn de financieringstekorten van Ierland en Portugal aangegeven als 'net lending of general government'.
- De bruto overheidsschuld is aangegeven in een percentage van het bruto nationaal produkt. De opgaven over 1988 en 1989 berusten op schattingen.

- De werkloosheid is aangegeven in een percentage van de beroepsbevolking. De opgave over 1987 is beperkt tot januari t/m september.
- De opgave van de lange rente over 1987 is beperkt tot januari t/m september.

Omdat Luxemburg met België een economische en monetaire unie vormt zijn van dit land niet de benodigde gegevens separaat beschikbaar. Daarom is Luxemburg niet apart vermeld.

# Bijlage B

## Theorie van de 'optimum currency area'

Tot in het begin van de jaren zestig leverde het bestaansrecht van nationale geldstelsels nog weinig of geen vraagtekens op. Weliswaar werden voor die tijd reeds enige gedachten ontwikkeld in de richting van flexibele wisselkoersen, maar 'not only proponents but also opponents of flexible exchange rates took it for granted that nations are the areas to which exchange rates should be applied'<sup>30</sup>. Een verdieping van de gedachtengang met betrekking tot flexibele wisselkoersen leidde tot het inzicht dat de staat niet zonder meer als optimaal monetair-geografisch gebied kan worden aanvaard. Een voorkeur in extremis voor flexibele wisselkoersen zou immers leiden tot de conclusie dat de beste situatie wordt bereikt als elke persoon over zijn eigen geldeenheid beschikt, hetgeen evenwel tevens opheffing van het geld betekent. Uiteraard kan dit niet de bedoeling zijn, als gevolg waarvan de voorkeur voor flexibele wisselkoersen, zoals die onder andere werd uitgesproken door Friedman en Sohmen, met een bepaalde noodzaak ertoe leidde het optimale monetaire geografische gebied in studie te nemen. Hieraan is gevolg gegeven<sup>31</sup>. In de gedachtenvorming met betrekking tot de 'optimum currency area' is een onderscheid mogelijk tussen, zoals Ishiyama opmerkt, een 'traditional' en een 'alternative approach'. Het onderscheid in de benaderingswijze blijkt echter niet zozeer uit deze naamgeving; het moet duidelijk worden met een omschrijving. De 'traditional approach' heeft als kenmerk dat op basis van één bepaalde economische overweging het mogelijk wordt geacht de optimale monetair-geografische grens te kunnen trekken, terwijl volgens de 'alternatieve' benadering op basis van een bepaalde baten/kosten-verhouding met betrekking tot het functioneren van één geldeenheid zo'n grensaanduiding mogelijk is. Zonder de intentie te hebben alle variaties van de 'traditional approach' hier aan de orde te stellen passeren nu in het kort de beschouwingen van Mundell, McKinnon, Snider en Kenen als het meest relevant de revue.

De 'traditional approach' startte in 1961 met een publikatie van Mundell, waarmee een begin werd gemaakt wat betreft de bestudering van de 'optimum currency area'<sup>32</sup>. Hierbij gaat het er om waar de grens geografisch moet worden getrokken voor het gelijktijdig functioneren van het geld vanuit economisch en juridisch gezichtspunt. Economisch gezien fungeert het geld als reken-, ruil- en spaarmiddel, juridisch is het betaalmiddel ter bevrijding van schuld. Bij de behandeling van deze aangelegenheid koos Mundell als uitgangspunt een mogelijke tegenstelling tussen het streven naar prijsstabiliteit en werkgelegenheid. Zo'n divergentie kan zich voordoen als, uitgaande van een evenwichtssituatie, een vraagverschuiving plaats heeft van land A naar land B, in die zin dat de producten, welke in land A worden voortgebracht, door de bewoners van land B in veel grotere mate worden gevraagd dan voorheen. Waarschijnlijk zal land A hierop reageren met een kredietrestrictieve politiek ter wille van de prijsstabiliteit. Voor land B verminderen daardoor de afzetmogelijkheden in land A, als gevolg waarvan in land B de werkgelegenheid zal inkrimpen. Verwacht mag worden dat het desbetreffende verschijnsel zich steeds zal voordoen als het monetaire beleid in land A wordt gevoerd zonder verantwoordelijkheid daarvoor in land B en omgekeerd. Gelet op de ongewenste situatie die aldus kan ontstaan, rijst de vraag welke monetaire verhouding tussen de landen A en B is te prefereren. Daarbij is er, aldus Mundell, een keuzemogelijkheid tussen gescheiden geldstelsels met flexibele wisselkoersen enerzijds en een monetaire unie anderzijds met vaste wisselkoersen en een gemeenschappelijk monetair beleid. De analyse van Mundell – evenals de beschouwingen van McKinnon, Kenen en Snider, die direct aan de orde komen – is op dit punt onvolledig. Gescheiden geldstelsels met vaste wisselkoersen en volledige convertibiliteit worden zonder nadere motivering gelijk gesteld met



een supranationaal geldstelsel. In hoofdstuk 4.1 van deze studie is uiteengezet dat zo'n identificatie niet juist is. Als er, aldus Mundell, tussen de landen A en B beweeglijkheid van de produktiefactoren bestaat, is het gewenst te komen tot een monetaire unie. Deze is een gebied met gescheiden geldstelsels met wisselkoersen en volledige convertibiliteit, dan wel een supranationaal geldstelsel. Want de desbetreffende mobiliteit maakt het mogelijk een restrictief monetair beleid met betrekking tot beide landen te voeren en als dat gepaard gaat met – hetgeen in bovenomschreven situatie mogelijk is – produktiefactorverplaatsing van land B naar land A, kunnen gelijktijdig in beide landen prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid worden bereikt. In deze gedachtengang is 'the optimum currency area' het gebied waarbinnen mobiliteit van produktiefactoren bestaat. Deze gedachtengang is vrij scherp bekritiseerd door Willgerodt<sup>33</sup>. Een gebied met factormobiliteit is volgens Willgerodt niet precies te begrenzen, terwijl een monetair gebied geografisch juist wel concreet begrensd moet worden. Voorts behoeft mobiliteit van produktiefactoren niet aan een verhoging van een monetair geografisch gebied vooraf te gaan. Een uitbreiding van dat gebied kan juist mogelijkheden openen voor vergroting van de desbetreffende beweeglijkheid. Verder is het nodig rekening te houden – aldus Willgerodt – met immobiliteit van produktiefactoren tussen beroepen ('non competing groups'). De gedachte deze elk een eigen valuta te geven kan uiteraard niet ernstig in overweging worden genomen.

Het is een feitelijk gegeven dat binnen regio's, aldus Willgerodt, waarin nu reeds een valuta functioneert, de factormobiliteit niet zo groot is dat deze als mechanisme voor het realiseren van betalingsbalansevenwicht functioneert. De bedenkingen van andere auteurs, zoals Scitovsky en Corden gaat in dezelfde richting en daaraan wordt nog iets toegevoegd<sup>34</sup>. 'Mundell's approach leads to the sad certainty that the optimum currency area has always to be small' is de algemene klacht.

Dat is overigens reeds onderkend door Mundell zelf. Een al te klein monetair-geografisch gebied – zo luidt zijn betoog – impliceert een dunne valutamarkt, hetgeen speculatieve transacties en bijgevolg wisselkoersonrust in de hand werkt. Deze overweging is echter door hem niet verder uitgewerkt ter bepaling van de 'optimum currency area'. Bijgevolg bevat de gedachtengang van Mundell geen sluitende beschrijving van het optimale monetair-geografische gebied, ofschoon dat aanvankelijk wel de bedoeling was.

Op een in beginsel gelijke wijze als Mundell vraagt McKinnon zich af hoe groot een gebied met één valuta – ofte wel met vaste wisselkoersen en volledige convertibiliteit – bij voorkeur dient te zijn voor het bereiken van betalingsbalansevenwicht, prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid<sup>35</sup>. In het voetspoor van Harrod onderscheidt McKinnon goederen die internationaal verhandelbaar zijn en goederen die deze kwaliteit niet hebben. Eerstgenoemde – 'tradables' – bestaan uit 'exportables', die binnenlands worden geconsumeerd en ten dele door import zijn verkregen. De overige goederen noemt McKinnon 'non tradables'. Gesteld dat ter verbetering van de betalingsbalans een land zijn valuta devalueert. Is dit middel beter dan bestedingsbeperkende monetaire en fiscale maatregelen? Bij het antwoord op deze vraag onderscheidt McKinnon twee situaties. In het eerste geval is de omvang van de 'tradables' relatief vrij groot. De devaluatie zal in deze situatie pas dan leiden tot de gewenste betalingsverbetering als zij gepaard gaat met een vrij grote vermindering van de binnenlandse bestedingen. Om deze te realiseren en een stijging van het prijsniveau te voorkomen zijn aanvullende monetaire en fiscale maatregelen nodig. Wisselkoerswijziging zonder meer leidt niet tot het gewenste resultaat. De zaken liggen anders in de tweede situatie, waarin de 'tradables' een relatief klein deel uitmaken van het totaal. Een devaluatie zal dan in veel mindere mate een bedreiging zijn voor het prijsniveau terwijl, als slechts wordt gepoogd met monetaire en fiscale maatregelen het betalingsbalansevenwicht te herstellen, de werkgelegenheid in de relatief grote 'non tradables'-sector in gevaar wordt gebracht. De beschouwing van McKinnon mondt uit in de conclusie dat in een gebied, dat meerdere landen kan omvatten, met een vrij hoge 'tradables'/'non

tradables'-verhouding – er is dan sprake van een grote mate van openheid van de economie – een monetaire eenheid dient te zijn. In zijn kritiek op deze gedachtengang stelt Willgerodt dat de analyse van McKinnon slechts geldig is als de prijzen op de wereldmarkt stabiel zijn dan in internationaal verband. Het nogal onduidelijke betoog van Willgerodt heeft tot strekking dat, als mondiaal de inflatie groter is dan nationaal, ook bij een hoge 'tradables'/non-tradables'-verhouding flexibele wisselkoersen het meest gewenst zijn.

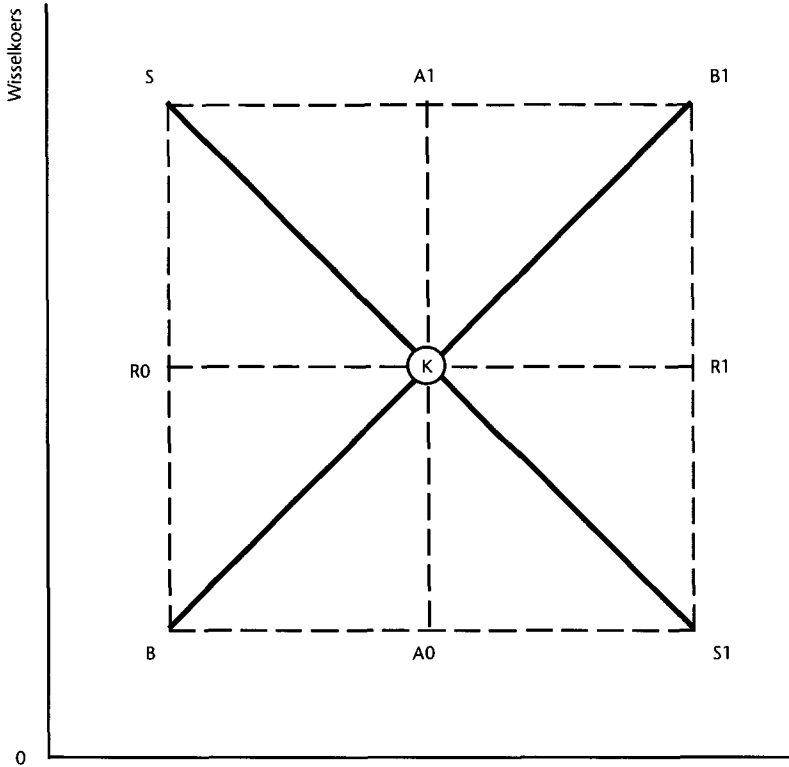
De kritiek van Corden op de gedachtengang van McKinnon snijdt meer hout<sup>36</sup>. Het openheidscriterium, dat McKinnon hanteert heeft, aldus Corden, geen algemene geldigheid. Dit criterium heeft immers slechts betrekking op micro-economische veranderingen in de vraag binnen het monetair-geografische gebied in kwestie. Dat kwam zoëven bij de bespreking van McKinnon's theorie reeds duidelijk naar voren. Een bepaalde betalingsbalansonevenwichtigheid, die het uitgangspunt vormt van de gehele beschouwing, behoeft echter niet slechts door deze micro-economische veranderingen binnen het desbetreffende gebied te worden veroorzaakt. Het is goed mogelijk dat macro-economische onevenwichtigheden buiten dat gebied hiertoe leiden. Dan rijst de vraag of het openheidscriterium, zoals McKinnon omschreef, nog wel voldoende is voor de bepaling van de 'optimum currency area', hetgeen de auteur onbesproken laat. Bijgevolg bevat vergelijkbaar met de analyse van Mundell de gedachtengang van McKinnon geen sluitende beschrijving van het optimale monetair-geografische gebied.

Tijdens een conferentie, waar Mundell optrad als voorzitter, stelde Kenen voor om produktdiversificatie als uitgangspunt te nemen voor de begrenzing van het monetair-geografisch gebied<sup>37</sup>. 'If every community, however small, could issue its own currency, money would no longer serve to lead us out of barter' aldus Kenen en hij voegde hieraan direct toe dat, als elke centrale bank 'could run its own printing press with complete autonomy', de betalingsbalansproblemen waarop McKinnon doelt, zich al snel zouden voordoen. Dit verbaal-hoog-gestemde, maar analytisch weinig diepgaande betoog, leidt tot de conclusie dat 'fixed rates'.... 'are most appropriate – or at least inappropriate – to well-diversified national economics'. Kenen poogt dit met drie overwegingen nader te motiveren. Ten eerste is 'a well-diversified economy' minder gevoelig voor veranderingen in de ruilvoet dan een land met een sterk gespecialiseerde produktie. Eventuele prijsveranderingen zullen immers een zekere variatie vertonen en in het eerste geval niet zo'n duidelijke ruilvoetinvloed hebben als in het tweede. Voorts zal – ten tweede – een teruggang in de exportvraag bij produktdiversificatie een minder ongunstig effect op de werkgelegenheid uitoefenen dan bij sterk gespecialiseerde produktie.

Het is mogelijk nu een onderscheid te maken tussen een land met produktdiversificatie, in die zin dat een bepaald goed voor de binnen- en de buitenlandse markt wordt voortgebracht, en een gespecialiseerde economie, waarin het desbetreffende goed alleen voor export wordt geproduceerd. Als nu de exportvraag daalt zal het laatstgenoemde land hiervan een relatief grotere druk op zijn betalingsbalans c.q. wisselkoers ondervinden dan het eerstgenoemde. Ten derde en tot slot – aldus Kenen – zal de relatie tussen export en investeringen in landen met produktdiversificatie minder sterk zijn dan bij specialisatie. Als binnen een economisch bestel dat volledige werkgelegenheid kent de exportvraag toeneemt, zal een inflatoir multiplierproces optreden en zullen investeringen plaatsvinden ter vergroting van de produktiecapaciteit. Daarmee zal ook de import worden aangemoedigd. Het gaat hierbij uiteraard om evenwichtsversturende ontwikkelingen waarvoor een land relatief minder gevoelig zal zijn naarmate de produktiediversificatie groter is. Kenen concludeert 'that nations having high product diversification can tolerate fixed exchange, while less diversified national economies should be independent (optimum) currency areas under flexible exchange rates'. Het is opmerkelijk dat McKinnon en Kenen tegenstrijdige conclusies trekken. Een gebied, met een lage 'tradables/non-tradables' verhouding is volgens McKinnon gesloten. Een

betalingsbalansonevenwichtigheid kan dan niet op aanvaardbare wijze met een wisselkoersaanpassing worden geredificeerd, zodat het desbetreffende gebied niet als een 'optimum currency area' dient te worden aangemerkt. Volgens Kenen gaat het hierbij echter om een gebied met produktspecialisatie dat – andermaal gegeven zijn drie overwegingen – erg gevoelig is voor wisselkoersveranderingen, zodat het bij voorkeur als een optimaal monetair-geografisch gebied moet worden beschouwd. Het verschil van mening tussen McKinnon en Kenen is terug te voeren tot een onderscheid in uitgangspunt. McKinnon let vooral op betalingsbalansverstoringen, die binnen de monetaire regio worden veroorzaakt; het uitgangspunt bij de bespreking van betalingsbalansonevenwichtigheden is dat het binnenlandse prijsniveau c.q. de bestedingen te hoog zijn. Kenen schenkt vooral aandacht aan verstoringen, die buiten de regio worden veroorzaakt, met name door veranderingen in de exportvraag. Het gaat om twee variaties op één thema. Bijgevolg zijn de bedenkingen tegen de gedachtegang van McKinnon onverkort van toepassing op de analyse van Kenen. De analyses van Mundell, McKinnon en Kenen hebben tot doel theoretisch de grootte van het optimale circulatiegebied voor fiduciair geld aan te duiden. Dat geschiedt door deze auteurs op basis van een fragmentarische beschrijving van het economische proces. Bijgevolg zijn de analyses onvolledig en gemakkelijk te bekritisieren. Maar de kritiek, zoals die door Willgerodt, Scitovsky, Corden en anderen wordt uitgeoefend, is niet erg interessant, omdat zij – zoals de analyses zelf – ook fragmentarisch en onvolledig is. Voor het bereiken van de doelstelling – een theoretisch-verantwoorde aanduiding van de optimale monetair-geografische grens – moet het blikveld worden verbreed en verdiept. Vanuit deze overwegingen gaat de aandacht uit naar een studie van Snider, waarin evenals bij McKinnon is uitgegaan van een mogelijke keuze tussen wisselkoerswijziging en beïnvloeding van de nationale bestedingen voor het bereiken van economisch evenwicht<sup>38</sup>. Hoe kunnen deze twee instrumenten, aldus formuleert Snider zijn probleemstelling, het best in combinatie worden gehanteerd voor het gelijktijdig bereiken van volledige werkgelegenheid en betalingsbalansevenwicht? Het gebied waarbinnen een zo goed mogelijke combinatie van deze twee tot stand kan komen noemt Snider 'the optimum currency area'. De nadere beschouwing hiervan is overwegend een toelichting op nevenstaande, enigszins aangepaste grafiek. Daarin stelt de  $SS^1$ -curve een combinatie voor van het wisselkoersniveau en de grootte van de bestedingen, waarbij steeds volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit worden bereikt. Voorts is de  $BB^1$ -curve een lijn, waarbij de combinatie van wisselkoers en bestedingenniveau handelsbalansevenwicht impliceert. Op één punt, uiteraard punt K, worden de drie doeleinden – volledige werkgelegenheid, prijsstabiliteit en handelsbalansevenwicht – simultaan bereikt. Dit evenwicht kan op vier wijzen worden verstoord en wel binnen de gebieden:

## Wisselkoershoogte en bestedingenniveau



BKS, met werkloosheid en een handelsbalansoverschot.

SKB<sup>1</sup>, met inflatie en een handelsbalansoverschot.

B<sup>1</sup>KS<sup>1</sup>, met inflatie en een handelsbalanstekort.

S<sup>1</sup>KB, met werkloosheid en een handelsbalanstekort.

Een afwijking van het evenwicht op de lijn  $R_0K$  moet worden hersteld door een verhoging en op de lijn  $KR_1$  door een vermindering van de bestedingen. Een afwijking op de lijn  $A_0A_1$ , vereist aanpassing van de wisselkoers. De 'optimum currency area' is volgens Snider die geografische ruimte, waarbinnen het gewenste evenwicht het best kan worden bereikt en zal dan dat gebied zijn, waarbinnen een autoriteit in staat is een doeltreffende monetaire en fiscale politiek te voeren ter beïnvloeding van de bestedingen, terwijl tevens een juiste wisselkoersbeweging tegenover de buitenwereld mogelijk is. Deze gedachten-gang is op het eerste gezicht erg aantrekkelijk. Zij houdt een verwijzing in naar de noodzaak een goed binnenlands monetair en fiscaal beleid te voeren en een juiste wisselkoers vast te stellen. Op deze wijze worden twee beleidsproblemen met een vrij grote actualiteit – een evenwichtig bestedingenniveau en een juiste wisselkoers – in het middelpunt van de belangstelling geplaatst. Een kritische opmerking van Willgerodt wat betreft de betekenis van het voorgaande voor de Europese Gemeenschap raakt echter meteen de zwakke stee: 'Ein Währungsgleichschritt in der EWG ohne Sicherung gegen ständige Geldentwertung oder Konjunkturreinbrüche ist abzulehnen. Dabei ist es eine Frage zweiten Ranges, ob dieser Gleichschritt wie jetzt bei rechtlich selbständigen Einzelwährungen oder in einer Währungsunion hergestellt wird'. De beschouwingen van Snider en Willgerodt houden in dat 'the optimum currency area' kan worden gevonden door een goede oplossing van actuele monetaire vraagstukken. De problemen, waarover het gaat, komen naar voren binnen een bestaande monetaire orde. Of een land er in een bepaald jaar in slaagt de prijs-

stijging te beteugelen is een vraagstuk voor dat land in dat jaar, gegeven het monetaire bestel. Het probleem van 'the optimum currency area' is echter geen aangelegenheid die slechts een oplossing vraagt binnen een bestaand monetair bestel; zij zal mogelijk juist leiden tot wijziging hiervan. Tot een probleemstelling met deze strekking leiden de beschouwingen van Snider en Willgerodt niet. Doordat zij al te nadrukkelijk zijn gewijd aan gehele economische en monetaire vraagstukken, ontbreekt vooral wat betreft de Europese Gemeenschap het uitzicht naar een werkelijk constructieve vernieuwing.

Na deze beschouwing van de 'traditional approach' betreffende het optimale monetair-geografische gebied, kan de bespreking van de 'alternative' benadering kort zijn. Het uitgangspunt hiervoor is – vrijwel vergelijkbaar met hetgeen over deze aangelegenheid in hoofdstuk 4.1 is geschreven – dat het gebied, waarin één geldeenheid als rekenruil- en spaarmiddel fungeert, bij voorkeur zo groot mogelijk dient te zijn: 'the optimum currency must be the world'. Na de formulering van dit uitgangspunt wordt in het kader van de 'alternative approach' geconstateerd dat de werkelijkheid hiervan afwijkt. Hierna gaat de beschouwing over in een globale aanduiding van de baten, die kunnen worden gerealiseerd als de huidige, vrijwel steeds nationale, monetaire circulatiegebieden worden uitgebreid, bijvoorbeeld door de creatie van één valuta binnen de Europese Gemeenschap. De creatie van een supranationale valuta zal speculatieve kapitaalbewegingen geheel elimineren. Dat zal uiteraard pas het geval zijn als werkelijk vaste wisselkoersen zijn gecreëerd. Als landen een monetaire unie vormen, hebben zij – als volgend voordeel – een geringere behoefte aan officiële reserves dan voorheen. Het meest belangrijk is uiteraard dat – als aan de normale condities voor het functioneren van een valuta is voldaan – het geld zijn functies in het kader van het economisch proces beter kan uitoefenen naarmate het monetair-geografisch gebied groter is. Deze aangelegenheid is fundamenteel behandeld in hoofdstuk 4.1. In zoverre bevat deze studie een aanvaarding en verdieping van de 'alternative approach'.

Een vergroting van de huidige nationale monetair-geografische circulatiegebieden brengt echter – zo gaat de 'alternative approach' verder – kosten met zich mee. Zij betekent immers een 'loss of autonomy in monetary policy'. Voorts zal ook – zoals nu reeds duidelijk is binnen de Europese Gemeenschap – de nationale fiscale autonomie eroderen. Uiteraard vermindert binnen een monetaire unie ook de mogelijkheid voor het voeren van een strikt nationaal begrotings- en werkgelegenheidsbeleid. Tot slot kan een monetaire unie leiden tot een vergroting van regionale welvaartsverschillen.

De baten en de kosten van de creatie van een bepaald monetair geografisch circulatiegebied – die in het voorgaande geenszins volledig zijn opgesomd – kunnen in het kader van de theorie van de economische en monetaire integratie worden geanalyseerd. In hoeverre al dan niet tot de vorming van een monetaire unie wordt overgegaan is een politieke aangelegenheid. Bijgevolg pretendeert de 'alternative approach' niet een afgeronde, duidelijke begrenzing van het optimale monetair-geografisch gebied te geven. Hij is dan ook geheel anders dan de 'traditional approach' en kan wellicht beter niet – in tegenstelling tot de gangbare gedragslijn in de literatuur – als een variant van de 'optimum currency theory' worden aangemerkt.

# Bijlage C

## Aantekeningen bij de Ecu

De Ecu kan worden beoordeeld vanuit de vraag of zij, als eventuele toekomstige EG-valuta, de drie geldfuncties rekeneenheid, ruil- en spaarmiddel even goed en mogelijk beter kan uitoefenen dan de nationale geldeenheden<sup>39</sup>. Deze vraag is alleszins plausibel, omdat een eventuele vervanging van de nationale valuta's door een EG-geldeenheid slechts mogelijk is op basis van een aanvaarding van deze laatste in vrijheid door de burgers. Als vanuit dit gezichtspunt de Ecu wordt beoordeeld is het gewenst in herinnering te brengen dat deze in haar huidige vorm, weliswaar nog onder de naam 'Europese rekeneenheid', werd geïntroduceerd in 1975. Voor transacties van het Europees Ontwikkelingsfonds en de Europese Investeringsbank werd toen een rekeneenheid in gebruik genomen waarvan de waarde werd vastgesteld op basis van de zogenaamde korfformule. De EG nam daartoe – denkbeeldig gesproken – een boodschappenmandje, waarin plaats is voor de valuta's die in kolom 1 van tabel 4.1 zijn vermeld. Voorts werd in concreto het bedrag per valuta aangegeven, hetgeen in de korf zou komen. De desbetreffende bedragen zijn vermeld in kolom 2. Bij de berekening is uitgegaan van de relatieve omvang van het bruto nationaal produkt, alsmede van het aandeel dat elk land heeft in de EG- en wereldhandel. Elke vijf jaar vindt een herberekening plaats. Voor het antwoord op de vraag of de Ecu potentieel even goed of beter de drie geldfuncties kan uitoefenen dan de nationale valuta's is het gewenst de bedragen van kolom 2 en in tabel 4.1 als uitgangspunt te nemen.

Tabel 4.1 Berekening ECU waarde per 10 maart 1975

1 Valuta's	2 Bedrag in ECU	3 Wissel- koers	4 Waarde ad 2 in Nederlands geld	5 Procentueel deel van elke valuta
Duitse mark	0,828	1,02755	0,851	27,4
Franse frank	1,15	0,56545	0,650	20,9
Engelse pond	0,0885	5,762	0,510	16,4
Italiaanse lire	109,-	0,003757	0,410	13,2
Belgisch/Luxem- burgse frank	3,8	0,0692	0,263	8,5
Deense kroon	0,217	0,4351	0,094	3,-
Ierse pond	0,0076	5,762	0,044	1,4
Nederlandse gld.	0,286	1,-	0,286	9,2
<b>Waarde ECU</b>			<b>3,108</b>	<b>100,-</b>

Uiteraard bestaat er tussen de onderscheiden valuta's een bepaalde waardeverhouding i.c. een wisselkoers, die, gelet op de situatie per 10 maart 1975, in kolom 3 is vermeld. De koersen zoals hier weergegeven zijn breuken, met in de teller steeds – voor zover het de niet-Nederlandse munten betreft – de genoemde bedragen in Nederlands geld en in de noemer een eenheid van de valuta's in kolom 1. Dit is dus een wisselkoersaanduiding met de vaste waarde in het buitenland. Uiteraard geldt bij deze aanduiding voor Nederland een wisselkoers van één, want zowel in de teller als in de noemer staat  $f$  1,-. Op basis van de kolommen 2 en 3 kan vervolgens het aandeel van elke valuta in de korf

in Nederlands geld worden berekend. Men ziet dat bij de start van de korf de Ecu de waarde had van f 3.108. Het is uiteraard mogelijk die waarde op dezelfde wijze in andere munten uit te drukken; zo had de Ecu op 10 maart 1975 een waarde van LST 0,539. Met het doel om te komen tot een EG-valuta – uiteraard op lange termijn – die beduidend beter zou zijn dan de nationale geldeenheden, is in 1975 het plan gelanceerd een ‘Europa’ te creëren – een E –, waarmee een valuta werd bedoeld, die bescherming zou bieden tegen wisselkoersrisico en inflatie<sup>40</sup>. De aandacht gaat nu op de eerste plaats naar de wijze waarop in het ‘Manifesto’ het wisselkoersrisico is geëlimineerd. Dat geschiedt hier op basis van een impliciete gedachtengang in het voorstel. In tabel 4.2 is – rekening houdende met de wisselkoersveranderingen die tussen 10 maart en 10 september 1975 zijn opgetreden, de E-waarde per laatstgenoemde datum berekend.

**Tabel 4.2** Berekening E-waarde conform wisselkoerswijzigingen per 10 september 1975

1 Valuta's	2 Bedrag in ECU	3 Wissel- koers	4 Waarde ad 2 in Nederlands geld	5 Procentueel deel van elke valuta
Duitse mark	0,828	1,02465	0,848	26,9
Franse frank	1,15	0,60075	0,691	21,9
Engelse pond	0,0885	5,581	0,494	15,7
Italiaanse lire	109,-	0,003947	0,43	13,7
Belgisch/Luxem- burgse frank	3,8	0,06858	0,261	8,3
Deense kroon	0,217	0,44305	0,096	3,05
Ierse pond	0,0076	5,581	0,042	1,35
Nederlandse gld.	0,286	1,014	0,29	9,1
<b>Waarde E</b>			<b>3,152</b>	<b>100,-</b>

Omdat de E-waarde wordt aangegeven in Nederlands geld is – afgezien van de gulden – in kolom 3 van tabel 4.2 de koersvorming van de niet-Nederlandse valuta's tegenover de Nederlandse geldeenheid vermeld. Het is nu nodig – aldus de impliciete gedachtengang in het ‘Manifesto’ – na te gaan hoe de waarde van de gulden zich ontwikkelde ten opzichte van de overige EG-valuta's. Dat kan worden aangeduid met het bedrag in Nederlands geld, hetgeen nodig is om de inbreng van de andere lid-staten te kunnen kopen. Op 10 maart ging het hierbij – lettende op tabel 4.1 – om  $f\ 3,108 - f\ 0,286 = f\ 2,822$ , hetgeen bedrag A kan worden genoemd. Het was blijkens tabel 4.2, kolom 4, op 10 september gestegen tot  $f\ 3,152 - f\ 0,29 = f\ 2,862$ , hetgeen als bedrag B kan worden aangeduid. Omdat B 1,014 van A is, betekent het een en ander dat in de periode van 10 maart tot 10 september 1975 de gulden met 1,4 procent tegenover de andere korfvaluta's is gedevalueerd.

Nu rijst de vraag hoe het nieuwe guldenbedrag in de korf moet worden berekend. Het een en ander kan geschieden door  $B:A$  als ‘vermenigvuldigingsfactor korfwaarde van de gulden’ te beschouwen en die bedraagt uiteraard 0,014. Een vermenigvuldiging van het oorspronkelijke guldenbedrag met deze factor levert per saldo – voor zover het om de wisselkoersveranderingen gaat – een nieuwe E-waarde op van  $f\ 3,152$  en deze ligt 1,4 procent hoger dan het oorspronkelijke bedrag. Bij deze berekeningswijze biedt de E inderdaad een bescher-

ming tegen wisselkoersveranderingen. Vervolgens gaat de aandacht naar het voorstel in het 'Manifesto' ter eliminering van inflatie-effecten, hetgeen is uitgewerkt in tabel 4.3. Het een en ander komt hierop neer dat de bedragen, genoemd in kolom 2 van tabel 4.1 worden gecorrigeerd voor het inflatiepercentage. Het een en ander geschiedt door deze bedragen te vermenigvuldigen met  $1, x$ , waarbij  $x$  het nationale inflatiepercentage gedeeld door 100 voorstelt.

Tabel 4.3 Berekening E-waarde per 10 september 1975

1 Valuta's		2 E-waarde	3 Wisselkoers	4 Waarde ad 2 in Nederlands geld	5 Procentueel deel van elke valuta
Duitse mark	0,828 - 1,0314 =	0,854	1,02465	0,87505	26,2
Franse frank	1,15 - 1,047 =	1,204	0,60075	0,72330	21,7
Engelse pond	0,0885 - 1,156 =	0,1023	5,581	0,57904	17,1
Italiaanse lire	109,- - 1,046 =	114,-	0,3947	0,44996	13,5
Belgische frank	3,8 - 1,053 =	4,-	0,06858	0,27432	8,2
Deense kroon	0,217 - 1,032 =	0,224	0,44305	0,09924	3,-
Ierse pond	0,0076 - 1,118 =	0,0085	5,58106	0,04744	1,4
Nederlandse gld.	0,286 - 1,042 =	0,298	1,014	0,30217	8,9
<b>Waarde E</b>				3,35052	100,-

Als met een E-systeem zou zijn begonnen op 10 maart – vanaf die datum speelt de inflatie denkbeeldig een rol bij de E-waardebepaling – zou op 10 september de E-waarde, mede gelet op de wisselkoerswijzigingen die in de desbetreffende periode zijn opgetreden, zijn gestegen tot f 3,35052.

De vraag rijst hoe dit voorstel moet worden beoordeeld. Daarbij gaat het erom dat volgens het 'Manifesto' de E niet alleen als rekeneenheid, maar ook als ruil- en spaarmiddel zal fungeren. Daartoe moet de E in circulatie worden gebracht; dit is in 'The Economist' geïllustreerd met een aantal bankbalansen. In tabel 4.4 is de daarbij ontwikkelde gedachtengang zo nauwgezet mogelijk gevolgd; slechts is de plaats van het Engelse pond ingenomen door de Nederlandse gulden. Uiteraard is het een en ander niet meer dan een voorbeeld. Daarbij nam op 10 maart een cliënt van een bank het initiatief om van zijn giraal tegoed f 310,00 om te zetten in 100 E's, conform de E-waarde op die datum. Het een en ander leidde tot de balansmutaties 1 en 2 in de kolom 'Zijde'. Vervolgens zette de bank haar guldens-tegoed bij de centrale bank om in een E-tegoed voor 10 procent van het genoemde E-bedrag. Dit verklaart de mutaties ad 3 en 4, terwijl de desbetreffende bedragen ook zijn opgenomen bij 5 en 7. De bank moet echter nog meer doen om specifieke risico van de aangegane E-verplichting te dekken. Daartoe kunnen beleggingen, men denke bijvoorbeeld aan schatkistpapier, worden overgedragen aan de centrale bank. Dat is aangegeven onder 4, 5, 7 en 9.

De bank heeft nu het risico van het E-bedrag geheel gedekt. Of dit bancair een aantrekkelijke zaak is, is twijfelachtig. De bank heeft immers – althans binnen Nederlandse verhoudingen – schatkistpapier met mogelijkterwijs een redelijk rendement geruimd voor een renteloos tegoed bij de centrale bank. Waarschijnlijk is de animo hiervoor van bankierszijde gering. Vervolgens rijst de vraag of het E-risico nu geheel voor rekening van de centrale bank komt. Op dit punt is het in het 'Manifesto' voorgesteld het E-bedrag over de centrale banken



Tabel 4.4 De E in het monetaire verkeer

Instellingen	Zijde	Posten	Balansaanpassingen			Mutatiebedragen		Waarde E-bedrag in gld.	
			10 maart	10 maart	10 september	10 maart	10 september		
<b>Het private bankwezen</b>	1. passiva	Giraal geld	- 310,80	-	-	-	-		
	2.	Giraal geld	-	+ 100,-	-	310,80	335,50		
	3. activa	Centrale bank	31,80	-	-	-	-		
	4.	Beleggingen	279,72	-	-	-	-		
	5.	Centrale bank	-	+ 100,-	310,80	310,80	335,50		
<b>DNB</b>	6. passiva	Privaat bankwezen	- 31,08	-	-	-	-		
	7.	Privaat bankwezen	-	+ 100,-	-	310,80	335,50		
	8.	Euro-agent	-	+ 100,-	-	310,80	335,50		
	9. activa	Beleggingen	+ 279,72	-	-	-	-		
	10.	Euro-agent	-	+ 90,8	91,1	282,05	304,65		
<b>Euro-agent</b>	11. passiva	DNB	-	+ 100,-	-	310,80	335,50		
	12. activa	Deutsche Bundesbank	-	+ 27,4	- 0,6 (26,2)	85,16	87,90		
	13.	Banque de France	-	+ 20,9	+ 0,8 (21,7)	64,96	72,80		
	14.	Bank of England	-	+ 16,4	+ 0,8 (17,1)	50,97	57,37		
	15.	Banca d'Italia	-	+ 13,2	+ 0,3 (13,5)	41,03	45,29		
	16.	Belgische Nationale Bank	-	+ 8,5	- 0,3 ( 8,2)	26,42	27,51		
	17.	Danmarks Nationalsbank	-	+ 3,-	- ( 3 )	9,32	10,07		
	18.	Central Bank of Ireland	-	+ 1,4	- ( 1,4)	4,35	4,70		
	19.	DNB	-	+ 9,2	- 0,3 ( 8,9)	28,59	29,86		

van de Gemeenschap te verdelen conform de relatieve betekenis van hun valuta's in de korf. Dit geschiedt door het bedrag van 100 E's over te schrijven naar een Euro-agent, zoals weergegeven met de mutaties 8, 10 en 11. Vervolgens gaat de Euro-agent het bedrag verdelen volgens de mutaties 12 tot en met 19. De monetaire autoriteiten dragen uiteindelijk het risico en de gevolgen van de E-waardeverandering, welke de cliënt wordt vergoed zoals blijkt uit de laatste twee kolommen <sup>41</sup>.

De geschetste E-constructie bevat op zijn minst drie bezwaren. Vanuit praktisch gezichtspunt gaat het er om of het systeem überhaupt wel kan werken. Daarbij diene ter overweging dat de nationale valuta's en de E te zamen op bevredigende wijze de ruil- en de spaarfunctie moet uitoefenen, wetende dat deze functies alternatieven zijn. De vraag rijst of de E als ruilgeld kan functioneren naast de nationale valuta's. Dat is waarschijnlijk niet het geval, want dan zou elke E-prijs steeds direct moeten worden aangepast aan de waardecorrectie ten opzichte van de nationale munten. Dat is een moeilijke en moeizame aangelegenheid. Daarom zal de nationale munt wel als ruilgeld blijven functioneren. Wanneer we nu even veronderstellen dat de E-waarde van 10 maart constant blijft tot 8 september, dan is op deze datum de E nog f 3,108 waard. De inflatie en de wisselkoersaanpassing vinden vervolgens plaats op 9 september, zodat op 10 september – conform tabel 4.3 – de E f 3.35052 waard is. Dat is een stijging van 7,8 procent. Het is nu aantrekkelijk om vlak voor 10 september in E's te gaan en op deze datum terug te keren naar de nationale munt. Wanneer men dat twee keer per jaar doet, levert dat een rendement op van 15,6 procent – hetgeen stijgt naarmate de inflatie groter is – ten koste van vier dagen bankrente. Het is aantrekkelijk voor dit doel bankkrediet op te nemen, want op jaarbasis betekent het een en ander een rendement van 1368 procent.

Ten tweede bevat het 'Manifesto' achtereenvolgens een voorstel voor algemene indexatie, een indifferente houding met betrekking tot flexibele wisselkoersen als systeem en een volledige toerekening van de verantwoordelijkheid voor de geldwaardedaling aan de monetaire autoriteiten. Omtrent deze drie aangelegenheden bestaan diepgaande meningsverschillen. Er zijn goede motieven aan te voeren tegen indexering als systeem, alsmede tegen het op één lijn stellen van flexibele met bewust gestabiliseerde wisselkoersen – zoals in hoofdstuk 4.1 van deze studie uitgebreid aan de orde was, terwijl de geschetste verantwoordelijkheid voor de inflatie onhoudbaar is.

Ten derde en tot slot is het 'Manifesto'-voorstel bedenkelijk vanuit het gezichtspunt van de gewenste monetaire integratie in West-Europa. Het is nodig in dit verband te herinneren aan de stijging van de waarde der 100 E's met f 24,72 door wisselkoersverslechtering (f 4,40) en inflatie (f 20,32). De totale guldenwaarde van de E steeg met 7,9 procent; het guldenaandeel slechts met 5,7 procent, zodat in ons land een relatieve deflatie optrad. Het tegoed van De Nederlandsche Bank bij de Euro-agent steeg met f 23,70. Hiertegenover nam haar schuld bij diezelfde agent toe met f 1,27. In feite heeft de relatieve deflatie, evenals de reeds besproken wisselkoersverslechtering, geleid tot een daling van de betekenis van de gulden in de korf en wel van 9,1 procent tot 8,9 procent. Zonder deze twee verschijnselen zou de guldenpositie 9,2 procent zijn gebleven en was de schuld van De Nederlandsche Bank gestegen met f 2,28 (9,2% van f 33,55 is f 30,87 minus f 28,59 is f 2,28).

Zulke ontwikkelingen kunnen tot onaangename verhoudingen leiden. Het is immers gemakkelijk te berekenen, uitgaande van de spreiding van het E-bezit binnen de Gemeenschap, in hoeverre de centrale bank van land A de gestegen E-waarde van inwoners uit land B moet betalen. Als op 9 september het E-bezit in de lid-staten was geweest conform de procentuele betekenis van de valuta's in de korf op 9 maart zou de geschetste waardestijging van de E's in Nederland voor ruim 45 procent ten laste van andere lid-staten zijn gekomen. Zo'n transfer kan slechts worden voorkomen als relatieve deflatie (daling korfpercen-

tage) en wisselkoersverbetering (stijging korfpercentage) elkaar in evenwicht houden. Waarschijnlijk zal zich meestal het omgekeerde geval voordoen, in die zin dat een relatieve inflatie moet worden gecompenseerd met een wisselkoersverslechtering. Of dit zal lukken is zeer de vraag; het systeem mondt waarschijnlijk uit in eindeloze ergernis. Dat doet de monetaire eenwording geen goed. In feite wordt het monetaire nationalisme geaccentueerd. Dat leidt tot een eindconclusie. Bij verwerkelijking van het 'Manifesto' behoudt elk land zijn monetaire zelfstandigheid en desgewenst individueel-flexibele wisselkoersen, terwijl de mogelijkheden voor gedifferentieerde nationale inflatieniveaus volledig blijven bestaan. Bijgevolg bevat het voorstel geen bijdrage aan de monetaire eenwording, noch aan een vergroting van de interne en onderlinge stabiliteit van de betrokken landen. De gedachte dat de verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten voor de ontwikkeling van de waardeverhouding tussen de E en hun valuta's een voldoende pressie zal opleveren voor monetaire eenwording en vergroting van de stabiliteit is immers werkelijkheidsvreemd. De idee dat het mogelijk is om volledige nationale soevereiniteit en gedifferentieerde instabiliteit te verbinden met constructieve monetaire integratie is een verontrustende misvatting. De suggestie dat zo'n verbinding wel mogelijk zal zijn, is een fundamenteel gebrek van het E-voorstel.

Het is op het eerste gezicht een goede zaak dat in de Ecu-formulering van de Europese Commissie niet de ambitieuze gedachten, die zijn neergelegd in het Manifesto zijn gevolgd <sup>42</sup>. Voor de officiële waarde van de Ecu zijn van belang de valuta's, die in de korf zijn opgenomen, het bedrag van elke valuta en de spilkoersen, die binnen het EMS zijn vastgesteld. In tabel 4.5 is onder 'bedrag in Ecu' de huidige – tot augustus 1989 geldende – samenstelling van de Ecu-korf vermeld. Vervolgens zijn de spilkoersen aangegeven in Nederlandse valuta.

Tabel 4.5 Samenstelling en officiële waarde van de ECU sinds 11 januari 1987

Valuta	Bedrag in ECU	Spilkoersen <sup>1)</sup>	Officiële waarde ECU <sup>2)</sup>
Duitse mark	0,719	1,12673	2,05853
Franse frank	1,31	0,335953	6,90403
Engelse pond	0,00878	?	0,739615
Italiaanse lire	140,-	15,6340	1483,58
Belgisch/Luxemburgse frank	3,85	0,0546286	42,4582
Ierse pond	0,00871	3,01848	0,768411
Nederlandse gulden	0,256	1,-	2,31943
Griekse drachme	1,15	?	150,792

<sup>1)</sup> Uitgedrukt in Nederlands geld tegenover één buitenlandse geldeenheid. Deze spilkoersen gelden in het kader van het EMS-wisselkoersarrangement en vormen het midden van de  $\pm 2\frac{1}{4}$  procent-interventiegrenzen.

<sup>2)</sup> Uitgedrukt in nationale valuta.

Hierbij ontbreken vaststellingen voor het Engelse pond en de Griekse drachme, omdat deze valuta's niet participeren in het EMS-wisselkoersarrangement. Deze valuta's vormen echter wel een onderdeel van de Ecu-korf en dat betekent een contradictie waarop reeds is gewezen in 1976 <sup>43</sup>. Enerzijds betekent die opname immers dat de desbetreffende munt een internationale functie krijgt. Zij speelt immers daar waar de EG de omschreven Ecu hanteert een rol bij de monetaire integratie. Anderzijds is het echter zo, dat de autoriteiten van een land met een vrij zwevende valuta, geen internationale monetaire verantwoordelijkheid wensen te aanvaarden. Dat is met Engeland en Griekenland duidelijk het geval.

De inconsequentie, die met de geschetste berekeningswijze is aanvaard, moge op het eerste gezicht niet al te ernstig lijken; in wezen is zij dat wel. Zij geeft immers uitdrukking aan de opvatting dat monetaire integratie mogelijk is zonder enige prijsgeve van nationale autonomie en zelfs op basis van instabiele interne verhoudingen. Zo'n verbinding van tegenstrijdigheden is echter onmogelijk; dat werd zoëven reeds als fundamenteel bedenking tegenover de E genoemd. Bijgevolg bevat de waardeberekening van de Ecu met individueel-zwevende munten in de korf een verontrustend tekort aan visie op de monetaire integratie als zodanig.

Voorts valt het op dat de spilkoers van de gulden in de loop van de tijd gelijk blijft. De Europese Commissie kiest in dit verband wat genoemd kan worden de vaste waarde van de nationale valuta. Deze is in tabel 4.5, waar de bedragen zijn uitgedrukt in Nederlands geld, de gulden; bijgevolg zal in dit geval steeds één worden vermeld. Het is van betekenis dat de Ecu volgens deze berekening geen volledige bescherming biedt tegen wisselkoersveranderingen. Bijgevolg ontbreekt met een bepaalde vanzelfsprekendheid een aanpassing de Ecu-waarde door inflatieverrekening. Hierdoor schijnt de Ecu niet de zwakten te hebben van de E volgens het 'Manifesto'. Dat is tot op een bepaalde hoogte inderdaad het geval. Daarmee echter is de Ecu nog niet gelijk een of beter dan de nationale valuta's wat betreft de uitoefening van de drie geldfuncties. Het is in dit verband instructief aan te geven welke effecten wisselkoersaanpassingen hebben voor de Ecu-waarde.

In het algemeen kunnen – wat betreft de invloed van re- en devaluaties op de Ecu-waarde – vier situaties worden onderscheiden.

Als 1) de gulden devalueert zullen de andere valuta's een grotere nominale waarde in Nederlands geld krijgen dan voorheen en neemt de Ecu-waarde, uitgedrukt in Nederlands geld, toe.

Als 2) de gulden revalueert – dan daalt onder andere het guldenbedrag dat voor DM 1,- moet worden betaald – neemt de Ecu-waarde, uitgedrukt in gulden, af.

Als 3) een niet-Nederlandse valuta devalueert – dan neemt onder andere het guldenbedrag waarvoor Ffr. 1,- kan worden gekocht af – zal de Ecu-waarde in Nederlands geld dalen.

Als 4) een niet-Nederlandse valuta revalueert zal de Ecu-guldenswaarde stijgen. Per saldo hebben de re- en devaluaties sinds 1979, die zijn vermeld in tabel 4.6 – te zamen met de geheimzinnige rol van het Engelse pond en de Griekse drachme – tot een gevoelige vermindering van de Ecu-waarde, uitgedrukt in Nederlands geld, geleid en wel van f 0,42805.

Het een en ander betekent een waardedaling van bijna 1,7 procent per jaar. Weliswaar is dit negatieve aspect van de Ecu nog vrijwel onopgemerkt gebleven. Toch is er sprake van een onaangename Ecu-inflatie. Want de beleggers in relatief hoog rentende Ecu-waarden worden, waar zij destijds ook konden beleggen in Nederlandse waarden, intussen geconfronteerd met het verschijnsel dat het aanvankelijk aantrekkelijk lijkende intrestvoordeel vrijwel geheel is geëlimineerd. De daling van de officiële Ecu-waarde loopt immers vrijwel parallel met de vermindering van de marktwaarde.

Hiermee ontstaat de mogelijkheid om antwoord te geven op de vraag of de Ecu de drie geldfuncties rekeneenheid, ruil- en spaarmiddel even goed en mogelijk beter kan uitoefenen dan de nationale geldeenheden. Het antwoord is negatief. Want met de Ecu wordt – vergelijkbaar met de E – gepoogd nationale monetaire zelfstandigheid te combineren met een hoog niveau van internationale monetaire stabiliteit. Deze constructie is gedoemd te mislukken omdat – zoals intussen in de realiteit blijkt – de sterke valuta's in de korf de drie geldfuncties beter uitoefenen dan de Ecu. Gegeven de vrijheid waarmee de geldeenheid kan worden gekozen moet het dan ook onmogelijk worden geacht dat de Ecu volgens de huidige korfformule als voorloper van een EG-geldeenheid kan fungeren.

Tabel 4.6 Koersaanpassingen binnen het Europese Monetaire Systeem

Valuta	DM	FF	LIT	KD	FB	FOL	IRL	LST <sup>x)</sup>	DRA <sup>x)</sup>	Officiële waarde ECU in gl. <sup>**)</sup>
<b>Realignments:</b>										
24/09/1979	+2			-3						2,74748
30/11/1979				-4,8						2,74362
22/03/1981			-6					+22,7		2,81318
05/10/1981	+5,5	-3	-3			+5,5		-9,9		2,66382
22/02/1982				-3	-8,5			+8,3		2,67296
14/06/1982	+4,25	-5,75	-2,75			+4,25				2,57971
22/03/1983	+5,5	-2,5	-2,5	+2,5	+1,5	+3,5	-3,5	-13,9		2,49587
18/05/1983									+8,6	2,52595
22/07/1985	+2	+2	-6	+2	+2	+2	+2	+5,4	-13,3	2,52208
07/04/1986	+3	-3		+1	+1	+3		-15,3	-36,9	2,40935
04/08/1986						-8				2,37833
12/01/1987	+3				+2	+3		-18,3	-12,1	2,31943

Bron: Daniel Gros and Niels Thygesen, *The EMS*, Brussel, 1988, blz. 74 en *European Economy*, november 1987, blz. 145.

<sup>x)</sup> Bij de start van het EMS op 13 april 1979 was de waarde van de ECU uitgedrukt in Nederlands geld *f* 2,72077.

<sup>\*\*)</sup> Koersen ten behoeve van de vaststelling van de officiële ECU-waarde buiten het EMS-wisselkoersarrangement.

# Noten

- <sup>1]</sup> C.J. Rijnvos, *Monetaire filosofie*; Leiden 1988, m.n. blz. 22-23.
- <sup>2]</sup> Vergelijk bijvoorbeeld: G. Illing, *Geld und asymmetrische Information*; Berlin 1985, m.n. blz. 59.
- <sup>3]</sup> Het een en ander is geregeld in – wat Nederland betreft – het Burgerlijk Wetboek, 4e boek artikel 1417.
- <sup>4]</sup> C.J. Rijnvos, *Economische orde en Europese monetaire integratie*; Leiden 1970, hoofdstuk 2.
- <sup>5]</sup> A.D. Kreuger, *Exchange-Rate Determination*; Cambridge, 1982, blz. 4.
- <sup>6]</sup> Een uitvoerige bespreking van de theoretische voorkeur wat betreft flexibele wisselkoersen tot in het begin van de jaren zeventig en de negatieve ervaringen met betrekking tot elk van die motieven is verzorgd door Ronald MacDonald, *Floating exchange rates*; London, 1988, blz. 1-32.
- <sup>7]</sup> Als zodanig kan de Belgisch-Luxemburgse monetaire eenheid worden aangemerkt.
- <sup>8]</sup> *European Economy*, nr. 34, november 1987, blz. 73-74.
- <sup>9]</sup> IFO-Schnelldienst 35-36/88: 'Staatsdefizit und Zahlungsbilanz', m.n. blz. 38.
- <sup>10]</sup> A. Szász, *Monetaire diplomatie*; Leiden 1988, blz. 121-185.
- <sup>11]</sup> Voor een uitgebreider behandeling van dit thema vgl. C.J. Rijnvos, 'Vrijheid en verantwoordelijkheid bij wisselkoersvorming'; in *Christen-Democratische Verkenningen* nr. 1-1988, blz. 13-21.
- <sup>12]</sup> C.J. van der Klugt: 'Het gebruik van de ECU voor het bedrijfsleven'; in bundel: *Europese Monetaire Unie*; Tilburg 16 maart 1989 – blz. 23.
- <sup>13]</sup> Rolf Caesar, 'Internationaler Zinszusammenhang und Deutsche Zinspolitik in Europäischen Währungssystem'; in *Konjunkturpolitik*, Heft 1-1987, blz. 47-70.
- <sup>14]</sup> G. Einzig, *Monetaire politiek*; Utrecht 1966, blz. 263.
- <sup>15]</sup> Sonning Bredemeier, *Erfahrungen mit der Kreditplafondierung*; Berlin 1972.
- <sup>16]</sup> Vergelijk voor een nadere bespreking hiervan C.J. Rijnvos, 'Instrumenten van het monetaire beleid'; in: *Monetaire studies*, Leiden, 1981.
- <sup>17]</sup> Joachim Fels, 'The European Monetary System 1979-1987: – Why has it worked?'; in: *Intereconomics*, september/oktober 1987, blz. 222.
- <sup>18]</sup> G.A. Kessler, *De ecu als parallelle munt op weg naar een Europese monetaire unie*; Amsterdam, 1989, m.n. blz. 9-10.
- <sup>19]</sup> Norbert Kloten, *Wege zu einer Europäischen Währungsunion*; Berlin, 1987, blz. 15.
- Eenzelfde standpunt is ingenomen door T. Padoa-Schioppa, 'Possible future developments within the European Monetary System and the associated difficulties'; in: *Auswege der Presseartikelen*, Deutsche Bundesbank, 5 maart 1986.
- <sup>20]</sup> C.R.W. de Meijer, 'Naar een geformaliseerd ECU-clearingsysteem'; in: *Bank- en effectenbedrijf*, september 1985.
- <sup>21]</sup> Rainer Stefano Maserà, *An increasing role for the ECU: A character in search of a script*; Princeton, 1987, blz. 21.
- <sup>22]</sup> Norbert Kleinheyer, *Die Weiterentwicklung des Europäischen Währungssystems*, Berlin, 1987, blz. 15.
- <sup>23]</sup> Hugo Clout a.o., *Western Europe: geographical perspectives*; London, 1985, blz. 161.
- <sup>24]</sup> Fritz Franzmeyer, 'Was kostet die Vollendung des europäischen Binnenmarktes?'; in: *Konjunkturpolitik*, Heft 3-1987, blz. 147-165.
- <sup>25]</sup> Dat is het geval bij Paul de Grauwe, *Het Europees Muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid*; opgenomen in deze bundel.
- <sup>26]</sup> Dat is het geval bij Polly Reynolds Allen, 'Policies to Correct Cyclical Imbalance within a Monetary Union'; in: *Journal of Common Market Studies*, Volume XXI, no. 3, March 1983.
- <sup>27]</sup> Een goed overzicht van de opvattingen met betrekking tot de afbakening van de geld- en kapitaalmarkt geeft A.J. van Straaten, *Veertig jaar Monetaire en Financiële Analyse door De Nederlandsche Bank 1947-1986*; Amsterdam, 1989, blz. 103-108.
- <sup>28]</sup> C.D. Jongman, 'Het nationale beleid inzake het internationale kapitaalverkeer in Europa', in: *Europees kapitaalverkeer en Europese kapitaalmarkt*; Europese Monografieën, nr. 5, Deventer, 1965, blz. 35-36.
- <sup>29]</sup> H.O.C.R. Ruding, *Naar één geïntegreerde Europese kapitaalmarkt?*, Leiden 1969, blz. 52-77, respectievelijk 79-80.
- <sup>30]</sup> Yoshikide Ishiyama, *The Theory of Optimum Currency Areas A survey*; IMF, Staff Papers, July 1975, no. 22, blz. 344-383.
- <sup>31]</sup> Milton Friedman 'The Case for Flexible Exchange Rates'; in: *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953.
- Egon Sohmen, *Flexible Exchange Rates*, Chicago, 1969.
- <sup>32]</sup> Robert A. Mundell, 'A theory of optimum currency areas'; in: *American Economic Review*, 1961, blz. 675-695.
- <sup>33]</sup> Hans Willgerodt, 'Währungsraum und Wirtschaftsraum'; in *Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart*; Erich Schneider, Berlin 1965, blz. 340-371.
- <sup>34]</sup> Tibor Scitovsky, 'The theory of Balance of Payment Adjustment'; in *Journal of Political Economy*, August 1967, part 2, blz. 523-531.
- Max W. Corden, 'The Adjustment Problem' in: *European Monetary Unification and its meaning for the United States*; Washington 1973, blz. 159-184.
- <sup>35]</sup> R.S. McKinnon, 'Optimum currency areas', in: *American Economic Review*, 1963, blz. 717-724; herdrukt in: *International Finance*, Penguin modern economics, Harmondsworth 1969, blz. 223-234.
- <sup>36]</sup> Max W. Corden, *Monetary Integration*, Princeton 1972.
- <sup>37]</sup> Peter B. Kenen, 'The theory of optimum currency areas. An eclectic view', in *Monetary Problems of the International Economy*, ed. by Robert A. Mundell and Alexander F. Swoboda, Chicago, 1969, blz. 41-60.
- <sup>38]</sup> Albert A. Snider, *Optimum adjustment processes and currency areas*; Essays in International Finance, nr. 62, oktober 1967, Princeton University, Princeton.
- <sup>39]</sup> Voor de historie van de Ecu zie Otmar Franz, 'Der ECU in Geschichte und Gegenwart'; in: *Europäische Währung eine Utopie?*; Sindelfingen 1988.
- <sup>40]</sup> The All Saints Day Manifesto for European Monetary Union; in: *The Economist*, 1 november 1975.
- <sup>41]</sup> Volgens tabel 4.2 bevat de korf  $f$  0,29. In tabel 4.3 is dit door de inflatie opgelopen tot  $f$  0,298. In het 'Manifesto'-voorstel komt dit verschil ten laste van de fiscus. Maar deze zal het een en ander uit belastingen moeten financieren, zodat per saldo het inflatienadeel voor de burger niet wordt geëlimineerd.
- <sup>42]</sup> Zie voor de officiële definitie van de Ecu het *Bulletin van de Europese Gemeenschappen*, nr. 7/8, 1982, blz. 116-117, respectievelijk nr. 10-1984.
- <sup>43]</sup> C.J. Rijnvos, 'Verleden en toekomst van de Westeuropese monetaire integratie'; in: *Economisch Statistische Berichten*, februari 1976.



# Nabeschuwing

## Perspectief voor de Europese Gemeenschap

Het recente streven van de Europese Gemeenschap om te komen tot een interne markt bevat de vraag naar de macro-economische en monetaire context, die hierbij passend is. Het lijkt gewenst hierbij te overwegen dat het desbetreffende onderwerp in de naaste toekomst waarschijnlijk gedurende lange tijd en onder wisselende omstandigheden de aandacht zal vragen.

Op 12 april 11. verscheen het rapport van de commissie-Delors<sup>1</sup>. Met dit rapport werd voldaan aan een opdracht van de Europese Raad, die werd gegeven tijdens de EG-topconferentie op 27 en 28 juni 1988 te Hannover. Zoals te verwachten was, is het desbetreffende rapport vooral een beleidsmatig document, gebaseerd op gedachten en analyses die summier en kernachtig zijn verwoord. Gelet op deze vormgeving bevat het rapport-Delors de impliciete uitnodiging om velerlei thema's, die erin aan de orde komen, verdiepend te bespreken, vooral vanuit wetenschappelijk gezichtspunt.

Deze beschouwing over het 'perspectief voor de Europese Gemeenschap' is bedoeld als een bezinning op het rapport-Delors. Hierbij zal in het bijzonder aandacht worden besteed aan de mogelijke verdere economische en monetaire eenwording van de Gemeenschap. Daarbij kan ter gedachtenbepaling worden uitgegaan van vier stadia in de monetaire verhoudingen tussen de lid-staten. Deze stadia zijn flexibele, stabiele en vaste wisselkoersen en tot slot één EG-valuta. De motivering van deze stadia is dat zij een opgaande lijn tonen wat betreft de internationale monetaire stabiliteit. De Gemeenschap bevindt zich momenteel met het Europese Monetaire Systeem in het tweede stadium; echter op een fragiele wijze. Daarom is met name van belang het antwoord op de vraag hoe deze fragiliteit kan worden beperkt door vergroting van de wisselkoersstabiliteit. Daarbij gaat het er in eerste aanleg om hoe versterking van wisselkoersstabiliteit past in het integratieproces, zoals zich dat binnen de Gemeenschap voltrekt, op korte en lange termijn. Zoals bekend heeft, wat betreft haar doelstelling op lange termijn, de Gemeenschap de vorming van een economische en monetaire unie aanvaard. Het streven in deze richting staat met nadruk sinds december 1969 op de EG-agenda. In deze beschouwing zal worden nagegaan hoe de interne markt en de daarbij passende macro-economische en monetaire context passen in deze lange-termijndoelstelling. Vervolgens gaat de aandacht uit naar vier concrete onderwerpen. Deze zijn de mogelijke versterking van het Europese Monetaire Systeem, de rol van de European Currency Unit, de harmonisering van het budgettaire beleid en tot het slot het regionale en sectorale beleid.

### *Het EG-integratieproces*

Het uitgangspunt voor deze beschouwing is de voorgenomen interne markt. Het is opmerkelijk dat deze markt, zoals die is voorzien per 31 december 1992, momenteel een grote maatschappelijke belangstelling ontmoet. Dat is in het bijzonder binnen het bedrijfsleven het geval. Terwijl de formalisering van de desbetreffende EG-doelstelling gestalte kreeg met de aanvaarding van een wijziging van het Verdrag van Rome en de ratificering hiervan, werd de concrete uitvoering van de Witboekbepalingen wat betreft de nodige aanpassing van de nationale wetgevingen ter hand genomen<sup>2</sup>. Tegelijk stelde het bedrijfsleven zich reeds duidelijk in op de komende interne markt. Het een en ander heeft als achtergrond dat de vorming van de interne markt overeenstemt met de intenties, die van oudsher ten grondslag liggen aan het EG-integratieproces. Het is van meet af aan immers de bedoeling geweest dat met de integratie binnen de Gemeenschap op pragmatische wijze vergroting van de economische en mone-



taire eenheid wordt nagestreefd. Dat lijkt ook met de vorming van de interne markt het geval te zijn. Anders gezegd kan worden vastgesteld dat de vorming van deze markt kan voldoen aan praktische behoeften op korte termijn. Dat was reeds duidelijk in de jaren vijftig/zestig het geval. Gaandeweg treedt hierin echter verandering op. Terwijl de handels- en groeibevorderende effecten van de douane-unie, zoals die per 1 juli 1968 en later tot stand kwam, goeddeels zijn uitgewerkt, wordt gepoogd met een verdere vermindering van de economische betekenis van de nationale grenzen een nieuw economisch perspectief voor de Gemeenschap te openen. Dit is duidelijk de teneur van het Padoa-Schioppa- en het Cecchini-rapport<sup>3</sup>. Tot op een bepaalde hoogte is het openen van zo'n nieuw perspectief een voorwaarde met betrekking tot de interne markt om aanvaardbaar te zijn. Het gaat hierbij om een fundamentele aangelegenheid. Binnen de democratische verhoudingen van een gemengd economisch bestel is het immers moeilijk voorstelbaar dat integratie zal worden gericht op de verwerkelijking van doelstellingen die niet aan dit vereiste voldoen. Echter, dit korte-termijnaspect is niet het enige. Het is kenmerkend voor de Europese Gemeenschap dat de realisering van korte-termijn doelstellingen wordt geplaatst in een gewenste lange-termijnontwikkeling. Steeds weer wordt binnen de EG de behoefte gevoeld, met name wat betreft de sociaal-economische en monetaire eenwording, om te komen tot een long run-perspectief. In dit verband heeft, bij wijze van voorbeeld, het rapport-Werner historische betekenis<sup>4</sup>.

Zoals bekend is tijdens de EG-topconferentie, gehouden op 2 en 3 december 1969 in Den Haag, besloten om etappegewijs een economische en monetaire unie binnen de Gemeenschap te verwerkelijken. Het is dan ook niet zo verwonderlijk dat de rapporten van de commissie-Werner en de commissie-Delors tot op een bepaalde hoogte een opmerkelijke parallelliteit vertonen. In beide rapporten is sprake van een etappegewijze aanpak van verwerkelijking van de economische en monetaire unie. Uiteraard gaat hier nu in hoofdzaak de aandacht uit naar de etappegedachte, zoals die is neergelegd in het rapport-Delors. Daarbij zijn drie fasen voorzien, echter zonder concrete tijdsaanduiding. Weliswaar zal de eerste etappe uiterlijk juli 1990 moeten starten. Deze datum is gekozen omdat dan het kapitaalverkeer in de Gemeenschap geheel vrij moet zijn. Een verdere invulling van kalenderdata komt in het rapport-Delors niet voor. De unie gold destijds als nieuwe long run-doelstelling voor de Gemeenschap nadat de douane-unie was gerealiseerd. Met de concrete verwerkelijking van de economische en monetaire unie moest echter – dat loopt intussen als een rode raad door de recente geschiedenis van de Gemeenschap – aan actuele, praktische behoeften worden voldaan. Dit korte en gelijktijdig lange-termijn-perspectief is kenmerkend voor het EG-integratieperspectief. Vanuit deze kijk op de aard van het EG-integratieproces zullen hierna kernpunten uit het rapport-Delors worden beschouwd. Hierbij zal eerst worden ingegaan op de economische en monetaire unie als het lange-termijnperspectief, zoals dat in de onderscheiden documenten is geschetst.

### *Economische en monetaire unie*

Volgens een algemene omschrijving is een economische en monetaire unie vanuit economisch gezichtspunt een gebied met geheel vrij verkeer voor personen, goederen, diensten en kapitaal zonder vervalsing van de concurrentieverhoudingen. Daarmee is in beginsel gekozen voor een markteconomie. Monetair gezien is de unie een gebied met volledige, onherroepelijke convertibiliteit van de valuta's, dus inclusief een volledig vrij kapitaalverkeer, hetgeen tevens een kenmerk is van de interne markt. Een unie volgens deze omschrijving staat momenteel reeds twee decennia op de EG-agenda. Daarbij kan echter heden ten dage een interessante en belangrijke accentverlegging worden waargenomen in vergelijking met twee decennia geleden. Aan het einde van de jaren

zestig en in het begin van de jaren zeventig werd de unie nog overwegend ervaren als een nieuw groots ideaal, waarvan echter nog slechts vage contouren in een verre toekomst zichtbaar waren. De unie had iets utopisch. Dat is momenteel in veel mindere mate het geval. Meer en meer wordt de unie beschouwd als een doelstelling, die binnen zekere tijd – hoewel nog in een vrij verre toekomst – verwerkelijk kan worden. De licht-utopische benaderingswijze van voor twintig jaar – begrijpelijk en juist in die dagen – heeft plaatsgemaakt voor een zakelijk-realistische opvatting, volgens welke de unie gaandeweg concreet gewenst en realiseerbaar wordt. Dit past geheel in het simultane korte- en lange-termijnperspectief van de Gemeenschap. In feite is de vorming van de interne markt een stap in de richting van de economische en monetaire unie. Deze gedachte wordt meer en meer gemeengoed. Vanuit het onderscheid tussen de flexibele, de stabiele en de vaste wisselkoers, respectievelijk één geldeenheid heb ik in mijn preadvies een schets van de gewenste economische en monetaire unie gegeven. Het doel dat daarbij steeds voor ogen staat is het gelijktijdige evenwicht op de betalingsbalans en op de afzonderlijke markten. De flexibele wisselkoers is niet geschikt voor het bereiken van deze doelstelling. Anders dan theoretische overwegingen willen doen geloven, leert de realiteit dat bij flexibele wisselkoersen de zorg voor betalingsbalansen evenwicht niet wegvalt. Dat is sinds de val van het Bretton-Woodsstelsel op 19 maart 1973 een mondiale ervaring. Tevens blijft bij flexibele wisselkoersen de zorg voor aanvaardbare verhoudingen op de afzonderlijke markten aanwezig. Het een en ander komt tot uitdrukking in de noodzaak om bij deze wisselkoersen regulerend te interveniëren in de valutamarkten. Dat is recentelijk bijvoorbeeld met betrekking tot de VS-dollar duidelijk het geval. Stabiele wisselkoersen vormen evenmin een ideale situatie, omdat dan alsnog nationale geldstelsels bestaan. In nauwe samenhang hiermee hebben de EG-lidstaten een grote, mogelijk wisselkoersversturende autonomie wat betreft hun monetaire en budgettaire beleid. De Gemeenschap is dan alsnog – ook dat leert de ervaring – ontvanke-lijk voor monetaire crisissituaties. Dat kan worden geconcludeerd uit de geschiedenis van het Europese Monetaire Systeem sinds 13 maart 1979. Bij vaste wisselkoersen, die op zich een heel belangrijke stap voorwaarts zijn in de richting van monetaire stabiliteit, is nog steeds een terugval naar een stabiele respectievelijk een flexibele koers mogelijk. Weliswaar is de vaste koers, die de commissie-Delors voorziet voor de derde fase op de weg naar een economische en monetaire unie, een belangrijke stap in de richting van het voor de Gemeenschap passende optimale monetaire circulatiegebied. Maar zij is nog niet het eindpunt. Dit wordt gevormd door één geldeenheid voor de EG, omdat slechts deze een simultaan evenwicht op de betalingsbalans en de afzonderlijke markten mogelijk maakt. Deze wetenschappelijke motivering van een economische en monetaire unie als lange-termijndoelstelling voor de Gemeenschap fungeert als een richtingwijzer voor de planning van concrete activiteiten.

#### *Versterking van het Europese Monetaire Systeem*

Na de schets van de economische en monetaire unie als passend lange-termijn-perspectief gaat vervolgens de aandacht uit naar hetgeen op korte termijn gewenst is. Het uitgangspunt voor de beschouwing kan zijn de algemene tendens wat betreft de beperking van de marges voor het nationale overheidsbeleid. Dat is ook, zelfs met name de jongste decennia, in toenemende mate het geval wat betreft het monetaire beleid van de centrale banken. De ontwikkeling in deze richting zal waarschijnlijk voortgaan in de komende jaren. Het vrije kapitaalverkeer als essentieel element van de interne markt zal immers de effectiviteit van het nationale monetaire beleid nog verder beperken. Hierbij speelt de wisselkoersstabiliteit een rol van betekenis. Kapitaalverkeersrestricties tasten de geloofwaardigheid van officiële wisselkoersen aan. Als een land in het kader van het EMS een officiële koers voor zijn valuta heeft vastgesteld en deze komt later onder potentiële druk, zullen kapitaalverkeer-

restricties het vermoeden van een op handen zijnde aanpassing versterken, speculatieve transacties uitlokken en per saldo een koerswijziging mede veroorzaken. Deze gedachtengang is juist en aanvaardbaar, te meer omdat een volledig geliberaliseerd kapitaalverkeer een onderdeel van de interne markt is. Bijgevolg zijn binnen deze markt speculatieve kapitaaltransacties zonder meer mogelijk. Uiteraard noopt het een en ander de afzonderlijke landen ertoe hun beleid veel nauwkeuriger dan voorheen af te stemmen op de verhoudingen binnen de EG. Bijgevolg betekent het einde van kapitaalrestricties het verlies van nationale monetaire beleidsautonomie, hetgeen mogelijkwijs als een gemis wordt ervaren.

Ter vergroting van de wisselkoersstabiliteit stel ik in mijn preadvies voor dat het Europese Monetaire Systeem zal worden versterkt. Als uitgangspunt hiervoor geldt dat het EMS een 'parity grid'-systeem is dat zoals het nu is ingericht slechts tijdelijk kan functioneren. Na verloop van tijd valt het uiteen of het wordt versterkt. Een uiteen vallen van het EMS is voor de Gemeenschap heel ongewenst. Dan zou de teleurstellende geschiedenis van 'de slang in de tunnel' van de jaren zeventig zich herhalen. Het EMS kan worden versterkt door er ter vergroting van de betalingsbalansdiscipline die nodig is ter wille van de wisselkoersstabiliteit elementen in op te nemen van het 'basket'-systeem. In concreto kunnen elementen van het 'basket'-systeem worden opgenomen door de Ecu de rol te laten gaan spelen van  $n^{\text{de}}$  valuta. Daartoe dienen de nationale centrale banken ten behoeve van de instellingen die onder hun toezicht vallen een Ecu-faciliteit te openen. De desbetreffende instellingen kunnen bij het bestaan van zo'n faciliteit wisselkoersrisico's, die voortvloeien uit bepaalde Ecu-balansposten, gemakkelijk elimineren.

De centrale banken fungeren volgens dit voorstel met betrekking tot de Ecu tegenover het particuliere bankwezen als 'lender of last resort'. Dit zou een regeling zijn die geheel strookt met de aard, de functie en de geschiedenis van het centrale bankwezen. Ten opzichte van de centrale banken kan voorts het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking als 'lender of last resort' functioneren. Hierbij kan het reeds bestaande multilaterale Ecu-clearingsysteem worden geïntegreerd. Deze functie zou eveneens door het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking kunnen worden uitgeoefend in afwachting van een wijziging van het EEG-Verdrag met het oog op de vorming van een centrale bank voor de Gemeenschap. Deze voorstellen kunnen worden aangemerkt als datgene wat de commissie-Delors noodzakelijk acht voor de eerste fase op de weg naar een economische en monetaire unie: 'it would be necessary to develop an innovative and unique approach'. In zoverre strookt het Ecu-faciliteitsvoorstel met de algemene idee van de commissie-Delors wat betreft de werkzaamheden van de eerste fase. De verdere vormgeving van het voorstel zal voorts leiden tot een zekere harmonisering van het rentebeleid waarmee mede wordt voldaan aan de intentie van de commissie-Delors 'of using the official Ecu as an instrument in the conduct of a common monetary policy'. Daarbij zal gaandeweg een praktische behoefte ontstaan aan een autoriteit op EG-niveau die is belast met de uitvoering van monetair-politieke taken. Het een en ander loopt parallel met het voorstel van de commissie-Delors om het mandaat van het Comité van Centrale Bank-presidenten, zoals dat is vastgesteld in het raadsbesluit van 1964, te vervangen door een nieuw besluit waarin kan worden geregeld dat de betrokkenheid van het desbetreffende comité bij het monetaire beleid van de lid-staten in een EG-perspectief wordt vergroot<sup>5</sup>. Per saldo wordt het EMS dan versterkt in die zin dat binnen het kader van het wisselkoersarrangement een monetair-politieke coördinatie op EG-niveau tot ontwikkeling komt. Met dit alles wordt de strekking van het rapport-Delors duidelijk. Het is, vooral vanuit monetair gezichtspunt, een constructief beleidsdocument, dat als richtingwijzer moge fungeren voor de Gemeenschap in de naaste toekomst; echter met aanvulling van concrete monetair-politieke maatregelen.

In de loop van de jaren zeventig werd de European Currency Unit volgens de bekende korfformule gelanceerd. In bijlage 3 van mijn preadvies is de technische opzet van deze Ecu besproken. Het is kenmerkend voor de Ecu, die op basis van de korfformule is geconstrueerd, dat zij een beperkte (geen volledige) bescherming biedt tegen wisselkoersrisico's. Vrijwel direct na de Ecu-lancering is hierover ontevredenheid uitgesproken. In 1975 publiceerde een groep van negen economen een 'All Saints' Day Manifesto' met het voorstel de Ecu te vervangen door een 'Europa' als rekeneenheid, die een volledige bescherming kan bieden tegen wisselkoersrisico's en inflatie. Uit mijn studie blijkt echter dat vanuit praktisch monetair-technisch gezichtspunt het 'Europa'-voorstel niet uitvoerbaar is. Het bevat de mogelijkheid voor deponitohouders om risico-loos grote voordelen te behalen, die door anderen moeten worden betaald. Zo'n constructie kan niet als een juist uitgangspunt voor een monetaire regeling van zaken worden aangemerkt. Financiële instrumenten – zo leert bijvoorbeeld de geschiedenis van de tontinelening – moeten niet zo worden geconstrueerd dat zij toevallig of berekend tot een onevenwichtig voordeel van de een en bijgevolg tot een gelijk nadeel van de ander kunnen leiden<sup>6</sup>. Het is dan ook niet verwonderlijk dat sinds de lancering van het 'Europa'-voorstel geen enkele poging is ondernomen om tot verwerkelijking ervan te komen. In zoverre zou het 'Manifesto' geen nadere aandacht behoeven, ware het niet dat er nog een andere fundamentele kritiek op kan worden uitgeoefend, die ook op de Ecu van toepassing is.

De 'Europa' is in het 'Manifesto' zo geconstrueerd dat zij een verbinding bevat van een behoud van nationale monetaire autonomie en van een vérgaande monetaire eenwording van de participerende landen. Uiteraard is zo'n verbinding onmogelijk; het ene sluit nu eenmaal het andere uit. Deze fundamentele kritiek geldt ook voor de Ecu volgens haar huidige korfformule. Enerzijds kunnen de wisselkoersen van de valuta's die in de korf zijn opgenomen en niet participeren in het EMS-wisselkoersarrangement geheel vrij bewegen. Dat is momenteel het geval met het Engelse pond en de Griekse drachme. In september a.s. moet in dit verband over de positie van de Spaanse en Portugese geldeenheden een beslissing worden genomen. Tevens kunnen de valuta's die wel participeren in het desbetreffende arrangement met een grote mate van vrijheid re- en devalueren. In zoverre is er een behoud van nationale monetaire autonomie. Hoewel in mindere mate bestaat die autonomie ook voor de nationale valuta's voor welke wel een officiële wisselkoers geldt. Zij kunnen immers met een grote mate van vrijheid re- en devalueren. In zoverre bevat de korfformule een behoud van nationale monetaire zelfstandigheid, hetgeen, zoals de geschiedenis van het EMS leert, sinds 1979 ook is gebeurd. Dat is de ene zijde van de Ecu volgens de korfformule. Anderzijds speelt deze Ecu een internationale monetaire rol bij uitstek. Immers, zij fungeert onder andere als rekeneenheid voor obligaties op de Eurovalutamarkten en voor de verrekeningen tussen de centrale banken van EMS-interventiebedragen via het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking. Voorts is door samenwerking van een aantal particuliere banken, de Europese Commissie en de Bank voor Internationale Betalingen enkele jaren geleden een Ecu-clearingsysteem in het leven geroepen.

Dit alles duidt op een internationaal-monetaire rol voor de Ecu. Gelet op de geschetste contradictie is het niet zo verwonderlijk dat de Ecu de drie geldfuncties reken-, ruil- en spaarmiddel slechts gebrekkig vervult. Zij is op dit punt de mindere van de sterke EMS-valuta's zoals de mark en de gulden. Dit heeft belangrijke consequenties. Omdat de EG-burgers vrijelijk de valuta kunnen kiezen die zij wensen valt niet te verwachten dat de Ecu volgens de huidige korfformule de plaats van deze relatief-sterkere nationale valuta's kan innemen. Bijgevolg is het niet waarschijnlijk dat zij zal uitgroeien tot een EG-geld-

eenheid. Niettemin heeft, vooral gelet op de gewenste versterking van het Europese Monetaire Systeem, de Gemeenschap behoefte aan een Ecu die wel deze kwaliteit heeft. Met het oog hierop is het gewenst de opzet van de Ecu te wijzigen. In mijn preadvies zijn daartoe enkele voorstellen ontwikkeld, die overigens de laatste tijd tevens reeds in de literatuur over de monetaire integratie in de Gemeenschap zijn gelanceerd. In het Delors-rapport is onderschreven 'that the Ecu would be transformed from a basket of currencies into a genuine currency'. In zoverre lopen de gedachten gelijk. Daarbij wordt evenwel in het Delors-rapport niet duidelijk gezegd dat het gewenst is de korfformule te laten vervallen. Deze onduidelijkheid heeft evenwel een betrekkelijke betekenis. Immers, de derde fase bij de verwerkelijking van een economische en monetaire unie – aldus de commissie-Delors – 'would commence with the move to irrevocably locked exchange rates....'. Zodra de wisselkoersen tussen de EMS-valuta's aldus gefixeerd zijn, vervallen uiteraard alle in het voorgaande opgesomde bezwaren tegen de Ecu. Dat is inherent aan de korfformule. Bijgevolg gaat het er om of de Ecu al of niet in haar huidige vormgeving tot het begin van de derde fase dient te worden gehandhaafd. Ongetwijfeld zal het laten vervallen van de korfformule op korte termijn het EG-monetaire integratieproces positief beïnvloeden. Daarbij kan veel waarde worden gehecht aan het ineenvloeien van de tot dusver gescheiden bestaande officiële en particuliere Ecu-circuits. Hierdoor kan de Ecu veel beter dan tot nu toe de drie geldfuncties uitoefenen. Dat zal vooral voor het bedrijfsleven maar ook voor het toerisme grote praktische betekenis hebben. Juist met het oog hierop is er veel voor te zeggen om spoedig de Ecu-korfformule vaarwel te zeggen.

#### *Harmonisering van het budgettaire beleid*

Binnen de Gemeenschap tekent zich gaandeweg een verschil van opvatting af wat betreft de coördinatie van het budgettaire beleid binnen het kader van de interne markt. Zoals bekend is in Groot-Brittannië negatief gereageerd op de voorstellen van de commissie-Delors. De kritiek heeft onder andere betrekking op de voorstellen met betrekking tot de harmonisatie van het budgettaire beleid. In het Delors-rapport is opgemerkt dat 'uncoordinated and divergent national budgetary policies would undermine monetary stability and generate imbalances in the real and financial sectors of the Community'. Weliswaar geldt dit momenteel slechts in beperkte mate voor Groot-Brittannië en in nog mindere voor Denemarken; met betrekking tot de overige EG-lid-staten is dit echter wel een juiste voorstelling van zaken. De achtergrond van de opmerking in het Delors-rapport is dat financieringstekorten van de overheid nopen tot een beroep op de kapitaalmarkt, hetgeen een opwaartse druk betekent met betrekking tot het renteniveau. Aanvankelijk zal daarbij vooral de reële rente hoog zijn. Omdat echter door vraagstimulering en liquiditeitengroei het prijsniveau zal stijgen, zal reeds spoedig de inflatiecomponent van de rente toenemen. In deze situatie kan een bepaald wantrouwen met betrekking tot de desbetreffende valuta worden verwacht, waarmee monetaire onrust wordt ingeluid. Hierdoor kunnen de overheidsfinanciën een gevaar betekenen voor de wisselkoersstabiliteit. Dat is de centrale gedachte op de achtergrond in het rapport-Delors, welke, gelet op de huidige situatie binnen de Gemeenschap juist is. In dit verband moge nog de aandacht worden gevraagd voor de rol van kapitaalverkeerrestricties. Tot dusver hadden deze restricties in landen met een zwakke valuta mede tot doel kapitaal binnen de grenzen van het desbetreffende land te houden, hetgeen vervolgens vooral aan de overheid werd aangeboden. Deze nationale bescherming van de kapitaalmarkt ten behoeve van de overheid, opdat deze over middelen kan beschikken ter financiering van haar tekorten, vervalt binnen de interne markt. De financiële huishouding van de desbetreffende overheid wordt dientengevolge met moeilijkheden geconfronteerd, die momenteel reeds voelbaar zijn. Kapitaalrestricties hebben vooral Italië en Frankrijk de mogelijkheid geboden een eigen rentebeleid te voeren en

tegelijk een officiële wisselkoers in het kader van het EMS te aanvaarden. De kapitaalrestricties zijn door beide landen gebruikt om speculatieve aanvallen op hun valuta's te voorkomen en de kapitaalmarkten ten behoeve van de overheid te beschermen. Met de opheffing van de kapitaalverkeerrestricties worden de marges voor de desbetreffende overheden bij de financiering van tekorten verkleind. Met het oog hierop wordt in mijn preadvies een coördinatie van het begrotingsbeleid voorgesteld, maar deze gedachte wordt niet verder uitgewerkt. Het een en ander strookt met de gedachtengang van de commissie-Delors, waarbij wordt voorgesteld te komen tot een 'system of binding rules governing the size and the financing of national budget deficits', overigens met behoud van zoveel mogelijk autonomie<sup>7</sup>.

In de commentaren op het rapport-Delors valt ook een ander geluid te beluisteren wat betreft de rol van de overheidsfinanciën. Het verschil in benaderingswijze kan worden verduidelijkt met een onderscheid, dat gaandeweg in de literatuur aandacht krijgt, wat betreft de rol van de overheidsfinanciën binnen een gemengd sociaal-economisch bestel. Het gaat hierbij, ten eerste, om de rol als bestedingenbevorderende factor conform een begrotingsbeleid in keynesiaanse zin. Als de overheid een budgettaire tekort heeft zal dat in beginsel de bestedingen gunstig beïnvloeden, waarbij evenwel de mogelijkheid bestaat dat deze effecten worden geëlimineerd door lekken. Niettemin hebben de overheidsfinanciën in hun tweede rol ook een monetair effect. Als vanwege een financieringstekort de overheid een beroep moet doen op de kapitaalmarkt en/of op de creatie van nieuwe liquiditeiten, oefent zij via een opwaartse rentedruk en/of bevordering van de inflatie een negatieve invloed uit op de economische bedrijvigheid. Dat is in toenemende mate het geval als de overheidsschuld stijgt vanwege een hardnekkig en langdurig financieringstekort. Gaandeweg stijgt dan de intrestlast van de overheid in die mate, dat daarmee overige collectieve uitgaven in de verdrinking komen. Gelet op de sterke groei van de budgettaire tekorten sinds het begin van de jaren tachtig lijkt het geen twijfel dat de eerste boven omschreven rol de laatste jaren van minder betekenis is geworden, terwijl de tweede rol aan belangrijkheid heeft gewonnen. Dat wordt, weliswaar zonder uitvoerige uitwerking, onderkend in het Delors-rapport. Vanuit deze achtergrond is het van belang de rol van de overheidsfinanciën binnen de toekomstige interne markt te beoordelen. Het is binnen de geschetste verhoudingen ongewenst dat de lid-staten grote verschillen tonen wat betreft de omvang van hun financieringstekorten, omdat daarmee via gedifferentieerde intrest- en inflatieniveaus monetaire instabiliteit kan worden veroorzaakt en vergroot. Het een en ander motiveert de wens tot coördinatie van het budgettaire beleid.

Een ambitieuze uitgavenpolitiek van een land kan binnen de toekomstige interne markt nog om een andere reden averechts werken. De bedrijvigheid en werkgelegenheid zal met zo'n beleid weliswaar kunnen worden gestimuleerd, maar voornamelijk in andere landen dan die waarin deze uitgavenpolitiek wordt bedreven. Op dit punt is er een duidelijke relatie tussen het budgettaire beleid en de regionale economische bedrijvigheid. Hieruit kan als lering worden getrokken dat een ambitieuze uitgavenpolitiek van een bepaalde lid-staat binnen de Europese Gemeenschap voor dat land, gelet op de intenties van deze politiek, averechts kan werken. Ook in dit opzicht zijn de marges voor het overheidsbeleid zichtbaar verkleind. De coördinatie van het budgettaire beleid binnen de EG heeft nog slechts beperkte vorderingen gemaakt en is voor de toekomst te gering. Geheel conform de commissie-Delors is communautaire vaststelling van de bovengrens van begrotingstekorten noodzakelijk. Het Britse standpunt, volgens hetwelk zo'n vaststelling niet nodig is, moet als onjuist worden beschouwd.

### *Het regionale en sectorale beleid*

In het Delors-rapport is veelbetekenend opgemerkt dat 'the process of adjust-

ment and restructuring set in motion by the removal of physical, technical and fiscal barriers is unlikely to have an even impact on different regions or always produce satisfactory results within reasonable periods of time'. Het is te voorzien dat de komende interne markt gekenmerkt zal worden door vrij grote sociale en regionale veranderingen. De Gemeenschap is in beweging. Besparingen zullen gemakkelijker bewegen naar industrieel relatief goed geoutilleerde gebieden. Daarbij kan zich een industrieel-geografische verplaatsing voltrekken, die het karakter heeft van een afbrekende opbouw. Zo'n gang van zaken is in diverse regio's van de Gemeenschap waarneembaar. De technologische vernieuwingen hebben reeds een nieuw industrieel klimaat doen ontstaan, in het kader waarvan hoog geschoolde arbeid en kapitaalintensieve produktiesystemen elkaar daar vinden, waar sprake is van een goede infrastructuur en een aangenaam leefmilieu. Dit heeft tot gevolg dat industrieel achterblijvende en achtergebleven gebieden nog verder achterop geraken. Als in een regio het welvaartsniveau relatief reeds laag is, zullen de mogelijkheden om hierin door een bestedingenbevorderend beleid verandering te brengen gering zijn.

Het is nodig, zo stel ik in mijn preadvies, hierbij zelfs rekening te houden met een mogelijk versturende werking van de overheidsfinanciën. Verschillen in het budgettaire beleid van de lid-staten kunnen het kapitaalverkeer binnen de interne markt zelfstandig beïnvloeden. Daardoor bestaat de mogelijkheid dat kapitaal wordt geleid naar gebieden waar het niet op de meest produktieve wijze wordt aangewend. Het is uiteraard gewenst dit zoveel mogelijk te voorkomen. Het beleid dat daartoe nodig is, is in feite de noodzakelijke beheersing en harmonisatie van de overheidsfinanciën.

Het een en ander noopt tot een heroverweging van het tot dusver gevoerde sociale en regionale beleid. De oplossing ligt niet in het geven van subsidies zonder meer, maar in algemene scholing, specifieke opleidingen, zorg voor een goede infrastructuur en een schoon fysiek leefmilieu; kortom: het gaat om een programma-georiënteerde geïntegreerde aanpak van de Gemeenschap.

### *Besluit*

De vorming van de interne markt – dat is de teneur van het voorgaande – brengt de economische en monetaire unie voor de EG concreter dan voorheen binnen het gezichtsveld, mits een gericht beleid in die richting wordt gevoerd. Gaandeweg gaat het er niet meer zozeer om of deze unie past als ideaal voor de Gemeenschap; de klemtoon komt te liggen op het ontwerp van een programma om haar te realiseren. De tijd voor een concreet programma vanaf nu tot het eindpunt is echter nog niet rijp. Zonder op enigerlei wijze de betekenis van het driefasenprogramma van de commissie-Delors te willen beperken, is het zo dat de keuze van een juist organisatorisch uitgangspunt op dit moment meer gewicht in de schaal legt. In dit verband heeft de commissie-Delors terecht op diverse plaatsen in haar rapport het subsidiariteitsbeginsel beklemtoond. Zoals bekend zullen volgens het subsidiariteitsbeginsel geen taken aan een hoger orgaan ter uitvoering worden toevertrouwd die even goed of beter door een lager orgaan kunnen worden uitgevoerd. Dit beginsel is voor de Gemeenschap in haar toekomstige ontwikkeling op tweeërlei wijze van belang. Ten eerste leidt de toepassing ertoe dat lagere organen, met name de afzonderlijke lid-staten, die taken zullen behouden die zij even goed dan wel beter dan gemeenschapsorganen kunnen uitvoeren. Een zorgvuldige toepassing van het subsidiariteitsbeginsel zal er bijgevolg toe leiden dat veel van het regionaal en nationaal eigene binnen de Gemeenschap behouden kan en zal blijven. Dat verdient een positieve waardering. Hiermee kan van meet af aan een mogelijk misverstand worden voorkomen, in die zin dat een economische en monetaire unie in hoge mate tot een centralistisch georganiseerde Gemeenschap zal leiden. Het subsidiariteitsbeginsel wijst zeker niet in die richting. Dit is echter geen volledige voorstelling van zaken. Want, ten tweede zullen, als dat zinvol is, bepaalde

taken wel op Gemeenschapsniveau worden uitgeoefend. Dat geldt in het bijzonder voor de monetaire en budgettaire beleidscoördinatie. Het lijkt gewenst hierbij nog een aantekening te maken. Doorgaans wordt het subsidiariteitsbeginsel gepresenteerd als een statisch, tijdloos organisatieprincipe. Dat lijkt voor de toekomstige ontwikkeling van de Gemeenschap onvoldoende. Zoals organisaties in het algemeen doorgaans steeds in beweging zijn is dat met de Gemeenschap in de komende jaren zeker ook het geval. Rekening houdende hiermee is het eigenlijk niet passend om een statisch, tijdloos organisatieprincipe als uitgangspunt te nemen. Er is veel voor te zeggen het subsidiariteitsbeginsel dynamisch-tijdgebonden te hanteren ten einde op basis daarvan de programmering van de activiteiten ter verwerkelijking van de economische en monetaire unie vorm en inhoud te geven. Vanuit deze gedachte zou in 1990 een wezenlijke stap in de richting van de unie kunnen worden gezet. Vanuit een globale drie-fasen-idee wat betreft de realisering van het uiteindelijk doel kan dan na enige jaren een volgende wezenlijke stap worden gezet. De inhoud daarvan kan in hoge mate afhankelijk worden gesteld van de ervaringen welke dan zijn opgedaan en met toepassing van het subsidiariteitsbeginsel als dynamisch-tijdgebonden organisatieprincipe. Het is moeilijk hierbij aan de indruk ontkomen dat de gezagsverhoudingen zoals die in de toekomst in nauwe samenhang met de toepassing van het subsidiariteitsbeginsel dienen te bestaan, vrijwel nog niet zijn uitgewerkt. Zo ontbreekt bij alle institutionele voorzieningen, die de commissie-Delors voorstelt, vrij duidelijk een voorstel tot uitbreiding van de bevoegdheden van het Europese Parlement. Een nadere invulling hiervan in de toekomst lijkt nodig.

C.J. Rijnvos



# Noten

- <sup>1]</sup> Report on economic and monetary union in the European Community; 12th April 1989. (Voorzitter Jacques Delors, voorzitter van de Europese Commissie.)
- <sup>2]</sup> Commissie van de Europese Gemeenschappen: *De voltooiing van de interne markt. Witboek van de Commissie voor de Europese Raad*; Brussel 14 juni 1985.
- <sup>3]</sup> *Efficiency, stability and equity. A strategy for the Evaluation of the Economic System of the European Community*; (Padoa-Schioppa-rapport), Brussel 1987.  
P. Cecchini: *Alles op alles voor Europa: De uitdaging 1992*. (Samenvatting Cecchini-rapport); Amsterdam 1988.
- <sup>4]</sup> Rapport betreffende de verwezenlijking in etappes van de economische en monetaire unie (rapport Werner) – Brussel – 8 oktober 1970.
- <sup>5]</sup> Besluit van de Raad van 8 mei 1964 betreffende de samenwerking tussen de centrale banken van de lid-staten der Europese Economische Gemeenschap.
- <sup>6]</sup> De tontinelening, die hoofdzakelijk historische betekenis heeft, werd vooral door overheden uitgekozen. Personen konden in gelijke delen er op inschrijven. De lening werd nooit afgelost. De vooraf vastgestelde vaste rente werd onder de inschrijvers, voor zover zij nog in leven waren, verdeeld. Dat leidde soms tot onverkwikkelijke toestanden, als gevolg waarvan zij bijvoorbeeld in België wettelijk is verboden.
- <sup>7]</sup> ‘...decisions on the main components of public policy in such areas as internal and external security, justice, social security, education, and hence on the level and composition of government spending, as well as many revenue measures, would the preserve of member states even as the final stage of economic and monetary union’.

In de reeks 'Voorstudies en achtergronden' van de WRR zijn tot nu toe verschenen:

In de eerste raadsperiode:

- V 1 W.A.W. van Walstijn e.a.: Kansen op onderwijs; een literatuurstudie over ongelijkheid in het Nederlandse onderwijs (1975)\*
- V 2 I.J. Schoonenboom en H.M. In 't Veld-Langeveld: De emancipatie van de vrouw (1976)\*
- V 3 G.R. Mustert: Van dubbeltjes en kwartjes: een literatuurstudie over ongelijkheid in de Nederlandse inkomensverdeling (1976)\*
- V 4 IVA/Instituut voor Sociaal-Wetenschappelijk Onderzoek van de Katholieke Hogeschool Tilburg: De verdeling en de waardering van arbeid; een studie over ongelijkheid in het arbeidsbestel (1976)\*
- V 5 'Adviseren aan de overheid', met bijdragen van economische, juridische en politicologische bestuurskundigen (1977)\*
- V 6 Verslag Eerste Raadsperiode: 1972-1977\*

In de tweede raadsperiode:

- V 7 J.J.C. Voorhoeve: Internationale macht en interne autonomie – Een verkenning van de Nederlandse situatie (1978)\*
- V 8 W.M. de Jong: Techniek en wetenschap als basis voor industriële innovatie – Verslag van een reeks van interviews (1978)\*
- V 9 R. Gerritse/Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven: De publieke sector: ontwikkeling en waardevorming – Een vooronderzoek (1979)\*
- V10 Vakgroep Planning en Beleid/Sociologisch Instituut Rijksuniversiteit Utrecht: Konsumptieverandering in maatschappelijk perspectief (1979)\*
- V11 R. Penninx: Naar een algemeen etnisch minderhedenbeleid? Opgenomen in rapport nr. 17 (1979)\*
- V12 De quartaire sector – Maatschappelijke behoeften en werkgelegenheid – Verslag van een werkconferentie (1979)\*
- V13 W. Driehuis en P.J. van den Noord: Productie, werkgelegenheid en sectorstructuur in Nederland 1960-1985 Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V14 S.K. Kuipers, J. Muysken, D.J. van den Berg en A.H. van Zon: Sectorstructuur en economische groei: een eenvoudig groeimodel met zes sectoren van de Nederlandse economie in de periode na de tweede wereldoorlog. Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V15 F. Muller, P.J.J. Lesuis en N.M. Boxhoorn: Een multisectormodel voor de Nederlandse economie in 23 bedrijfstakken  
F. Muller: Veranderingen in de sectorstructuur van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V16 A.B.T.M. van Schaik: Arbeidsplaatsen, bezettingsgraad en werkgelegenheid in dertien bedrijfstakken  
Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V17 A.J. Basoski, A. Budd, A. Kalf, L.B.M. Mennes, F. Racké en J.C. Ramaer: Exportbeleid en sectorstructuurbeleid  
Pre-adviezen bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V18 J.J. van Duijn, M.J. Ellman, C.A. de Feyter, C. Inja, H.W. de Jong, M.L. Mogendorff en P. VerLoren van Themaat: Sectorstructuurbeleid: mogelijkheden en beperkingen  
Pre-adviezen bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V19 C.P.A. Bartels: Regio's aan het werk: ontwikkelingen in de ruimtelijke spreiding van economische activiteiten in Nederland  
Studie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*

\* Uitverkocht

- V20 M.Th. Brouwer, W. Driehuis, K.A. Koekoek, J. Kol, L.B.M. Mennes, P.J. van den Noord, D. Sinke, K. Vijlbrief en J.C. van Ours: Raming van de finale bestedingen en enkele andere grootheden in Nederland in 1985  
Technische nota's bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V21 J.A.H. Bron: Arbeidsaanbod-projecties 1980-2000 (1980)\*
- V22 P.Thoenes, R.J. In 't Veld, I.Th.M. Snellen, A. Faludi: Benaderingen van planning  
Vier pre-adviezen over beleidsvorming in het openbaar bestuur (1980)\*
- V23 Beleid en toekomst  
Verslag van een symposium over het rapport Beleidsgerichte toekomstverkenning deel I (1981)\*
- V24 L.J. van den Bosch, G. van Enkevort, Ria Jaarsma, D.B.P. Kallen, P.N. Karstanje, K.B. Koster: Educatie en welzijn  
(1981)\*
- V25 J.C. van Ours, D. Hamersma, G. Hupkes, P.H. Admiraal: Consumptiebeleid voor de werkgelegenheid  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)\*
- V26 J.C. van Ours, C. Molenaar, J.A.M. Heijke: De wisselwerking tussen schaarsteverhoudingen en beloningsstructuur  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)\*
- V27 A.A. van Duijn, W.H.C. Kerkhoff, L.U. de Sitter, Ch.J. De Wolff, F. Sturmans:  
Kwaliteit van de arbeid  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)\*
- V28 J.G. Lambooy, P.C.M. Huigsloot en R.E. van de Lustgraaf: Greep op de stad?  
Een institutionele visie op stedelijke ontwikkeling en de beïnvloedbaarheid daarvan (1982)\*
- V29 J.C. Hess, F. Wielenga: Duitsland in de Nederlandse pers – altijd een probleem?  
Drie dagbladen over de Bondsrepubliek 1969-1980 (1982)\*
- V30 C.W.A.M. van Paridon, E.K. Greup, A. Ketting: De handelsbetrekkingen tussen Nederland en de Bondsrepubliek  
Duitsland (1982)\*
- V31 W.A. Smit, G.W.M. Tiemessen, R. Geerts: Ahaus, Lingen en Kalkar; Duitse nucleaire installaties en de gevolgen voor  
Nederland (1983)\*
- V32 J.H. von Eije: Geldstromen en inkomensverdeling in de verzorgingsstaat (1982)\*
- V33 Verslag van de tweede Raadsperiode 1978-1982\*
- V34 P. den Hoed, W.G.M. Salet en H. van der Sluijs: Planning als onderneming (1983)\*
- V35 H.F. Munneke e.a.: Organen en rechtspersonen rondom de centrale overheid (1983); 2 delen\*
- V36 M.C. Brands, H.J.G. Beunders, H.H. Selier: Denkend aan Duitsland; Een essay over moderne Duitse geschiedenis en  
enige hoofdstukken over de Nederlands-Duitse betrekkingen in de jaren zeventig (1983)\*
- V37 L.G. Gerrichhauzen: Woningcorporaties; Een beleidsanalyse (1983)\*
- V38 J. Kassies: Notities over een heroriëntatie van het kunstbeleid (1983)\*
- V39 Leo Jansen: Sociocratische tendenties in West-Europa (1983)\*

\* Uitverkocht

In de derde raadsperiode:

- V40 G.J. van Driel, C. van Ravenzwaaij, J. Spronk en F.R. Veeneklaas: Grenzen en mogelijkheden van het economisch stelsel in Nederland (1983)\*
- V41 Adviesorganen in de politieke besluitvorming. Symposiumverslag onder redactie van A.Th. van Delden en J. Kooiman (1983)\*
- V42 E.W. van Luijk, R.J. de Bruijn: Vrijwilligerswerk tussen betaald en huishoudelijk werk; een verkennende studie op basis van een enquête (1984)
- V43 Planning en beleid; verslag van een symposium over de studie Planning als onderneming (1984)
- V44 W.J. van der Weijden, H. van der Wal, H.J. de Graaf, N.A. van Brussel, W.J. ter Keurs: Bouwstenen voor een geïntegreerde landbouw (1984)\*
- V45 J.F. Vos, P. de Koning, S. Blom: Onderwijs op de tweesprong; over de inrichting van basisvorming in de eerste fase van het voortgezet onderwijs (1985)\*
- V46 G. Meester, D. Strijker: Het Europese landbouwbeleid voorbij de scheidslijn van zelfvoorziening (1985)
- V47 J. Pelkmans: De interne EG-markt voor industriële producten (1985)
- V48 J.J. Feenstra, K.J.M. Mortelmans: Gedifferentieerde integratie en Gemeenschapsrecht: institutioneel- en materieel-rechtelijke aspecten (1985)
- V49 T.H.A. van der Voort, M. Beishuizen: Massamedia en basisvorming (1986)
- V50 C.A. Adriaansens, H. Priemus: Marges van volkshuisvestingsbeleid (1986)
- V51 E.F.L. Smeets, Th.J.N.N. Buis: Leraren over de eerste fase van het voortgezet onderwijs (1986)
- V52 J. Moonen: Toepassing van computersystemen in het onderwijs (1986)
- V53 A.L. Heinink (red.), H. Riddersma, J. Braaksma: Basisvorming in het buitenland (1986)\*
- V54 Zelfstandige bestuursorganen; verslag van de studiedag op 12 november 1985 (1986)
- V55 Europese integratie in beweging; verslag van een conferentie, gehouden op 16 mei 1986 (1986)
- V56 C. de Klein, J. Collaris: Sociale ziektekostenverzekeringen in Europees perspectief (1987)
- V57 R.M.A. Jansweijer: Private leefvormen, publieke gevolgen; naar een overheidsbeleid met betrekking tot individualisering (1987)
- V58 De ongelijke verdeling van gezondheid; verslag van een conferentie gehouden op 16-17 maart 1987 (1987)
- V59 W.G.M. Salet: Ordening en sturing in het volkshuisvestingsbeleid (1987)
- V60 H.G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn, H. Visser: Investerings en de financiële infrastructuur (1987)
- V61 H. van der Sluijs: Ordening en sturing in de ouderenzorg (1988)
- V62 Verslag van de derde Raadsperiode 1983-1987\*

\* Uitverkocht

In de vierde raadsperiode:

- V63 Milieu en groei; Verslag van een studiedag op 11 februari 1988 (1988)
- V64 De maatschappelijke gevolgen van erfelijkheidsonderzoek; Verslag van een conferentie op 16-17 juni 1988 (1988)
- V65 H.F.L. Garretsen, H. Raat: Gezondheid in de vier grote steden (1989)
- V66 P. De Grauwe e.a.: De Europese Monetaire Integratie: vier visies (1989)

\* Uitverkocht

De serie 'Voorstudies en achtergronden mediabeleid' bestaat uit de volgende delen:

- M 1 J.M. de Meij: Overheid en uitingvrijheid (1982)\*
- M 2 E.H. Hollander: Kleinschalige massacommunicatie: lokale omroepvormen in West-Europa (1982)\*
- M 3 L.J. Heinsman/NOS: De kulturele betekenis van de instroom van buitenlandse televisieprogramma's in Nederland – Een literatuurstudie (1982)\*
- M 4 L.P.H. Schoonderwoerd, W.P. Knulst/Sociaal en Cultureel Planbureau: Mediagebruik bij verruiming van het aanbod (1982)\*
- M 5 N. Boerma, J.J. van Cuilenburg, E. Diemer, J.J. Oostenbrink, J. van Putten: De omroep: wet en beleid; een juridisch-politologische evaluatie van de omroepwet (1982)\*
- M 6 Intomart b.v.: Etherpiraten in Nederland (1982)\*
- M 7 P.J. Kalf/Instituut voor Grafische Techniek TNO: Nieuwe technieken voor produktie en distributie van dagbladen en tijdschriften (1982)\*
- M 8 J.J. van Cuilenburg, D. McQuail: Media en pluriformiteit; Een beoordeling van de stand van zaken (1982)\*
- M 9 K.J. Alsem, M.A. Boorsma, G.J. van Helden, J.C. Hoekstra, P.S.H. Leeflang, H.H.M. Visser: De aanbodstructuur van de periodiek verschijnende pers in Nederland (1982)\*
- M10 W.P. Knulst/Sociaal en Cultureel Planbureau: Mediabeleid en cultuurbeleid; Een studie over de samenhang tussen de twee beleidsvelden (1982)\*
- M11 A.P. Bolle: Het gebruik van glasvezelkabel in lokale telecommunicatienetten (1982)\*
- M12 P. te Nuyl: Structuur en ontwikkeling van vraag en aanbod op de markt voor televisieproducties (1982)\*
- M13 P.J.M. Wilms/Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven: Horen, zien en betalen; Een inventariserende studie naar de toekomstige kosten en bekostiging van de omroep (1982)\*
- M14 W.M. de Jong: Informatietechniek in beweging; consequenties en mogelijkheden voor Nederland (1982)\*
- M15 J.C. van Ours: Mediaconsumptie; Een analyse van het verleden, een verkenning van de toekomst (1982)\*
- M16 J.G. Stappers, A.D. Reijnders, W.A.J. Möller: De werking van massa-media; Een overzicht van inzichten (1983)\*
- M17 F.J. Schrijver: De invoering van kabeltelevisie in Nederland (1983)\*

\* Uitverkocht

De WRR heeft tot nu toe de volgende Rapporten aan de Regering uitgebracht:

In de eerste raadsperiode:

- 1 Europese Unie\*
- 2 Structuur van de Nederlandse economie\*
- 3 Energiebeleid  
Gebundeld in één publikatie (1974)\*
- 4 Milieubeleid (1974)\*
- 5 Bevolkingsgroei (1974)\*
- 6 De organisatie van het openbaar bestuur (1975)\*
- 7 Buitenlandse invloeden op Nederland: Internationale migratie (1976)\*
- 8 Buitenlandse invloeden op Nederland:  
Beschikbaarheid van wetenschappelijke en technische kennis (1976)\*
- 9 Commentaar op de Discussienota Sectorraden (1976)\*
- 10 Commentaar op de nota Contouren van een toekomstig onderwijsbestel (1976)\*
- 11 Overzicht externe adviesorganen van de centrale overheid (1976)\*
- 12 Externe adviesorganen van de centrale overheid (1976)\*
- 13 Maken wij er werk van?  
Verkenningen omtrent de verhouding tussen actieven en niet-actieven (1977)\*
- 14 Interne adviesorganen van de centrale overheid (1977)\*
- 15 De komende vijftieng jaar – Een toekomstverkenning voor Nederland (1977)\*
- 16 Over sociale ongelijkheid – Een beleidsgerichte probleemverkenning (1977)\*

In de tweede raadsperiode:

- 17 Etnische minderheden (1979)\*  
A. Rapport aan de Regering  
B. Naar een algemeen etnisch minderhedenbeleid?
- 18 Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- 19 Beleidsgerichte toekomstverkenning  
Deel I: Een poging tot uitlokking (1980)\*
- 20 Democratie en geweld  
Probleemanalyse naar aanleiding van de gebeurtenissen in Amsterdam op 30 april 1980\*
- 21 Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1981)\*
- 22 Herwaardering van welzijnsbeleid (1982)\*
- 23 Onder invloed van Duitsland  
Een onderzoek naar gevoeligheid en kwetsbaarheid in de betrekkingen tussen Nederland en de Bondsrepubliek (1982)\*
- 24 Samenhangend mediabeleid (1982)\*

In de derde raadsperiode:

- 25 Beleidsgerichte toekomstverkenning  
Deel 2: Een verruiming van perspectief (1983)\*
- 26 Waarborgen voor zekerheid  
Een nieuw stelsel van sociale zekerheid in hoofdlijnen (1985)
- 27 Basisvorming in het onderwijs (1986)
- 28 De onvoltooide Europese integratie (1986)
- 29 Ruimte voor groei; kansen en bedreigingen voor de Nederlandse economie in de komende tien jaar (1987)
- 30 Op maat van het midden- en kleinbedrijf (1987)  
Deel 1: Rapport aan de Regering; Deel 2: Pre-adviezen
- 31 Cultuur zonder grenzen (1987)\*
- 32 De financiering van de Europese Gemeenschap; een interimrapport (1987)
- 33 Activerend arbeidsmarktbeleid (1987)
- 34 Overheid en toekomstonderzoek; een inventarisatie (1988)

\* Uitverkocht

In de vierde raadsperiode:

- 35 Rechtshandhaving (1988)
- 36 Allochtonenbeleid (1989)

\* Uitverkocht

*Rapporten aan de Regering* en publicaties in de reeks 'Voorstudies en achtergronden' zijn verkrijgbaar in de boekhandel of via de SDU Uitgeverij, Christoffel Plantijnstraat 2, Postbus 20014, 2500 EA 's-Gravenhage, tel. 070-789911.