

De Europese monetaire integratie opnieuw bezien

Eind juni heeft de WRR een studie over de Europese monetaire integratie uitgebracht. De samenstellers was verzocht de relatie tussen macro-economische en monetaire integratie te beschrijven. Vooral moest 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. Het resultaat valt een beetje tegen: voor het grootste gedeelte is het rapport een herhaling van overbekende argumenten en standpunten. Toch bevat het ook enige intrigerende nieuwe denkbeelden.

PROF. DR. H. JAGER*

Het vooruitzicht van de voltooiing van de interne markt in de Europese Gemeenschap (EG) in 1992, of spoedig daarna, heeft de belangstelling voor een Economische en Monetaire Unie (EMU) in Europa sterk vergroot. Dit is niet verwonderlijk, aangezien er sprake is van een intensieve wederzijdse beïnvloeding¹. Zo vormt algehele liberalisatie van het onderlinge kapitaalverkeer een onderdeel van het streven in de EG naar een vrije interne markt. Vrij kapitaalverkeer zal evenwel de huidige wisselkoersstabiliteit in het Europese Monetaire Stelsel (EMS) bedreigen en daardoor een intensivering vergen van de coördinatie van het beleid dat op die stabiliteit gericht is. Anderzijds zullen veranderingen in de onderlinge wisselkoersen in een volledig vrije interne markt in sterkere mate voelbaar zijn. De optimale allocatie van kapitaal kan zo worden ondermijnd, aangezien kapitaalstromen tevens worden geleid door verwachte wisselkoerswinsten. Daar komt bij dat in één interne markt de invloed van wisselkoersveranderingen op goederenstromen niet langer wordt afgezwakt door restricties op deze stromen van zeer uiteenlopende aard. Deze invloeden vergroten de behoefte aan Europese monetaire integratie.

De samenhang tussen het streven naar één interne markt en een EMU wordt nog eens versterkt door de overlapping van beide: de in het streven naar een interne markt beoogde liberalisatie van het kapitaalverkeer vormt ook een onderdeel van een monetaire unie. Het is in het licht van het voorgaande begrijpelijk dat de regering de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) heeft gevraagd aandacht te besteden aan het proces van macro-economische en monetaire integratie in de EG.

Voorgeschiedenis

De discussie over een EMU werd aangezwengeld door de verschijning van een memorandum van de Europese Commissie in februari 1969. Dit eerste plan-Barre behelsde een pleidooi voor meer coördinatie van het economische beleid op korte en middellange termijn en voor de instelling van een communautair mechanisme voor tijdelijke onderlinge financiële steun. Dit plan zou uiteindelijk uitmonden in het uit-

spreken van de wil om in EG-verband tot een EMU te komen. Dit gebeurde op de conferentie van staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten van de EG in Den Haag in december 1969. In dezelfde maand werd het tweede plan-Barre gepubliceerd, waarin werd gepleit voor een groei naar een volledige monetaire unie in drie fasen. Ten slotte aanvaardde de Europese Raad in maart 1971 een concreet actieprogramma dat was gebaseerd op een rapport van een commissie van deskundigen onder voorzitterschap van de Luxemburgse premier Werner.

Ook in die dagen was er al sprake van spanning tussen West-Duitsland en Nederland enerzijds en de meeste overige lidstaten anderzijds over de volgorde van te nemen maatregelen. De eerste groep bepleitte de invoering van coördinatie van het economische beleid alvorens tot onverbreekelijk vaste wisselkoersen te besluiten. De tweede groep verwachtte dat onverbreekelijk vaste koersen de discipline die benodigd is voor beleidscoördinatie juist zouden oproepen. Het plan-Werner vormde een elegante tussenweg met betrekking tot deze uitersten. Het voorzag in de verwezenlijking van een EMU in 1980 via het doorlopen van drie fasen. Dit tijdschema bleek veel te ambitieus te zijn. Een sterk ondermijnende factor vormde zonder enige twijfel de groeiende onrust op de valutamarkten in de wereld in het begin van de jaren zeventig. Deze leidde ertoe dat het stelsel van vaste, doch aanpasbare wisselkoersen van de valuta's van de westerse industrielanden uiteindelijk in maart 1973 werd verlaten ten gunste van een stelsel van tamelijk vrij zwevende koersen.

De rapporten die in het midden van de jaren zeventig over de EMU verschenen, waren als gevolg van de ver-

* Hoogleraar internationale economische betrekkingen aan de Universiteit van Amsterdam.

1. Een EMU bevat als bouwstenen een economische en een monetaire unie. De kenmerken van een monetaire unie zijn volledige liberalisatie van het kapitaalverkeer binnen het gebied en onverbreekelijk vaste onderlinge wisselkoersen. Een economische unie betreft een gebied waarin het goederen- en dienstenverkeer geheel vrij is, waarin de produktiefactoren zich onbelemmerd kunnen bewegen, en waarin het economisch beleid zodanig is gecoördineerd dat het geen belemmeringen voor de goederen, diensten en produktiefactoren opwerpt.

slechterde economische omstandigheden bescheidener van aard. Het betrof het *Report of the Study Group Economic and Monetary Union 1980* (het rapport-Marjolin) van maart 1975, het rapport *Europese unie* van de Nederlandse adviescommissie-Spienburg van mei 1975 en het rapport-Tindemans, dat in 1976 uitkwam. Vooral het laatste rapport riep veel discussie op vanwege het voorstel de lidstaten in twee groepen met verschillende snelheid een volledige EMU te laten bereiken.

De geschiedenis heeft zich sindsdien ruwweg herhaald. In maart 1979 kwam het Europese Monetaire Stelsel (EMS) tot stand. Daarin werden de valuta's van de EG (met uitzondering van het pond sterling) weer in een systeem van vaste, doch aanpasbare koersen samengebracht. Toen dit naar ieders tevredenheid bleek te functioneren bevestigde de Europese Raad tijdens de bijeenkomst in Hannover, in juni 1988, de EMU als doelstelling. De commissie-Delors, werd gevraagd voorstellen uit te werken voor het in fasen verwezenlijken van de EMU. Het rapport van deze commissie verscheen april j.l. Evenals de commissie-Werner koos de commissie-Delors voor een onomkeerbaar proces in drie fasen in de richting van een EMU. Het WRR-rapport *De Europese monetaire integratie: vier visies*² dient ter ondersteuning van het Nederlandse beleid in deze nieuwe ronde van overleg over de EMU.

Isolement

Het is jammer dat de vier preadviezen die het WRR-rapport bevat nauwelijks teruggrijpen op de voorgaande rapporten en studies en voor een gedetailleerde beschrijving volstaan met een verwijzing ernaar. De rapporten van de commissies Marjolin, Spienburg en Tindemans worden zelfs niet eens genoemd. Het gevolg is dat grote stukken van het WRR-rapport nauwelijks iets toevoegen aan het bestaande inzicht. Zo wordt omstandig ingegaan op de stelling dat de effecten van het Nederlandse budgettaire beleid, als gevolg van het open karakter van de economie, in belangrijke mate weglekken naar het buitenland en dat de buitenlandse beïnvloeding van de Nederlandse economie verhoudingsgewijs groot is (blz. 45). Deze stelling is al sinds jaar en dag onbetwist en vormde bij voorbeeld één van de uitgangspunten van het plan-Werner. Dit geldt eveneens voor de daaruit voortvloeiende behoefte aan coördinatie van het budgettaire beleid. De gepresenteerde simulatie-uitkomsten die met behulp van meerlandenmodellen zijn verkregen zijn interessant, maar de bedoelde stelling brengt ons niet verder met betrekking tot de broodnodige nadere invulling van die coördinatie.

Voor de discussie over het proces van Europese monetaire integratie biedt de WRR-publikatie evenwel ook diverse nuttige bouwstenen. Deze zullen thans worden besproken aan de hand van verschillende nog niet afdoende beantwoorde vragen rond de zin en vormgeving van een EMU, te weten:

- hebben stabiele wisselkoersen wel de beoogde positieve effecten op monetaire stabiliteit en economische groei?
- heeft coördinatie van het economische beleid enkel voordelen en moet de coördinatie in de EG symmetrischer worden, dat wil zeggen moet de richting waarheen de Gemeenschap koerst minder eenzijdig door West-Duitsland worden vastgesteld?
- in hoeverre moet economisch beleid naar communautair niveau worden overgeheveld?
- moet het te centraliseren beleid in één keer worden overgedragen of zijn er overgangsfasen denkbaar?
- moeten er veranderingen in de ecu worden aangebracht?

Stabiele wisselkoersen

Met name De Grauwe houdt zich bezig met de gevolgen van de vaste, doch aanpasbare wisselkoersen die met de invoering van het EMS hun intrede deden³. Hij constateert dat de monetaire autoriteiten van de lidstaten erin zijn geslaagd zowel de nominale als de reële wisselkoersen te stabiliseren; dat geldt zowel voor bewegingen op de korte als op de langere termijn. Stabiele koersen zijn evenwel geen doel op zichzelf, maar een middel om de inflatie terug te dringen en de economische groei te bevorderen. De grafische analyse van De Grauwe wijst uit dat, in tegenstelling tot de verwachtingen, de grotere wisselkoersstabiliteit niet ten koste is gegaan van de stabiliteit van de rentevoeten. De inflatie in het EMS lag daarentegen tot 1986 op een hoger niveau dan in de overige OESO-landen. Dit doet twijfel rijzen aan de effectiviteit van het EMS ten aanzien van de inflatiebestrijding. Een verrassende uitkomst, omdat toename van de geloofwaardigheid bij de inflatiebestrijding waarschijnlijk een belangrijke overweging vormde voor de zuidelijke EG-landen om tot het EMS toe te treden. Toetreding tot een systeem van vaste wisselkoersen, samen met een land als West-Duitsland dat een grote reputatie heeft op het gebied van de inflatiebestrijding, zou de geloofwaardigheid moeten versterken.

Sinds 1986 ligt de gemiddelde inflatie in het EMS wél lager dan in de referentiegroep van overige OESO-landen. Dit zou kunnen wijzen op een vertraagde doorwerking van de instelling van het EMS op de inflatie, doordat de geloofwaardigheid eerst verworven moet worden⁴. Dit zou kunnen gebeuren door zichtbaar te maken dat de implicaties van toetreding tot het EMS door de landen met traditioneel hoge inflatie worden aanvaard. Hoewel De Grauwe in de WRR-publikatie geen enkele verklaring probeert te geven voor de relatief trage inflatedaling in het EMS, doet hij elders de interessante suggestie dat het lidmaatschap van het EMS aan landen als Italië en Frankrijk de mogelijkheid heeft ontnomen een schoktherapie op de inflatie toe te passen⁵. Het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten waren wél in staat om dit beleid te voeren – en met succes. Ten aanzien van de inflatiebestrijding in het EMS moet tot slot nog worden bedacht dat de lidstaten met traditioneel lage inflatie via de vaste wisselkoersen en betalingsbalansoverschotten genoodzaakt waren enige inflatie uit de overige lidstaten te importeren.

Zeker ten aanzien van de werkloosheidsbestrijding lijkt het EMS in de grafische weergaven in de bijdrage van De Grauwe te hebben gefaald. Zowel het niveau als de daling van de werkloosheid in het EMS steekt schril af bij de gunstigere situatie in de overige OESO-landen. Er wordt wel op gewezen dat het EMS een deflationaire druk uitoefent via het budgettaire

2. WRR, *De Europese monetaire integratie: vier visies, Voorstudies en achtergronden*, nr. 66, SDU uitgeverij, Den Haag, 1989. De WRR-studie bevat vijf bijdragen. P. De Grauwe, Het Europees muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid. A. Knoester, A. Kolodziejak en A. Muijzers, Gaandeweg tot de Europese orde geroepen. F. van der Ploeg, Towards monetary integration in Europe. C.J. Rijnvos, De Europese Gemeenschap in 1995. C.J. Rijnvos, Nabeschuiving. De laatste bijdrage is een persoonlijke visie op het rapport van de commissie-Delors, dat pas verscheen nadat de bijdragen aan het WRR-rapport waren voltooid.

3. Zie bij voorbeeld ook P. De Grauwe, Het Europese Monetaire Stelsel, 1979-1984, in: W.G.C.M. Haack (red.), *Europese economische integratie; problemen en perspectieven*, Utrecht/Wijmegen, 1986, blz. 260-274.

4. Deze visie is analoog aan die van Szász over de oorzaak van de 'Euroforie' als uitvloeisel van de voltooiing van de interne markt in 1992. Zie: A. Szász, De Europese monetaire integratie na 1992, in: De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht 1988/3*, Amsterdam, 1988, blz. 51-60.

5. P. De Grauwe, *The cost of disinflation and the European Monetary System*, International Economics Research Paper nr. 60, Centrum voor Economische Studiën, Leuven, 1989.

re beleid van West-Duitsland. Dit zou de ongunstige werkloosheidssituatie in het EMS kunnen verklaren. De redenering is daarbij dat het anti-inflationaire beleid van de lidstaten met hoge inflatie hun concurrentiepositie in het EMS verslechtert, aangezien deze landen de omvang van de devaluaties laten achterblijven bij de mate waarin hun inflatie die in de landen met traditioneel lage inflatie overtreft⁶. Dit verschijnsel levert met name West-Duitsland in het EMS een geleidelijke verbetering van de concurrentiepositie op en staat dit land met behoud van de werkgelegenheid een minder expansief budgettair beleid toe. In de WRR-publikatie wordt de kern van deze redenering in een iets andere vorm bij Van der Ploeg (blz. 83) aangetroffen.

De Grauwe's formulering dat "...het stabiliseren van de wisselkoersen binnen het EMS op het eerste gezicht weinig heeft kunnen veranderen aan dit fenomeen", drukt impliciet de zwakte van de door hem gevolgde methode uit. Het met elkaar in verband brengen van twee variabelen – en dan nog grafisch ook – brengt het gevaar met zich mee dat voor zover de ware oorzaak bij een derde variabele ligt, deze geheel buiten beeld blijft. Overigens geeft het economische onderzoek tot nog toe ook nauwelijks enige steun aan de vermeende positieve invloed van wisselkoersstabiliteit op de groei van de internationale handel – en van daaruit op de groei en werkgelegenheid. Daarmee staat de belangrijkste reden voor het Europese streven naar monetaire integratie op de tocht.

Beleidscoördinatie

Afgezien van het bezwaar van opoffering van beleidsautonomie, wordt beleidscoördinatie positief bejegend. Daarbij wordt dan gedacht aan een situatie zoals de volgende, die is ontleend aan de voortreffelijke bijdrage van Van der Ploeg aan het WRR-rapport. Onder zwevende wisselkoersen zal een land de neiging vertonen een te restrictief monetair beleid te voeren als inflatiebestrijding en kapitaalaccumulatie de belangrijke doelstellingen zijn. Monetaire expansie verlaagt weliswaar de binnenlandse rentevoet en bevordert zo de investeringen, maar zal bij grote kapitaalmobiliteit tevens aanleiding geven tot kapitaaluitvoer en zodoende een depreciatie van de munt en derhalve een invoer van inflatie bewerkstelligen. Het land zal daarom, zonder internationale beleidscoördinatie, de neiging hebben de geldgroei te matigen en te profiteren van mogelijke monetaire impulsen vanuit het buitenland. Het positieve externe effect van een expansief binnenlands monetair beleid in de vorm van een daling van de rente in de wereld zal zonder beleidscoördinatie worden genegerd. Deze bijdrage aan de wereldwelvaart wordt wel verwezenlijkt indien op internationaal gecoördineerde wijze wereldwijd een gematigd expansief monetair beleid wordt gevoerd. Het land ondergaat ook in dat geval niet de invoer van inflatie via een depreciatie. Dit voordeel geldt eveneens als het land onderdeel vormt van een monetaire unie.

Toch leidt beleidscoördinatie niet altijd tot welvaartsverhoging. Dit blijkt bij voorbeeld uit de volgende schets die Van der Ploeg aan Rogoff ontleent⁷. In een keynesiaanse wereld met rigide nominale lonen op korte termijn bestaat er voor de monetaire autoriteiten van een land een prikkel een expansiever monetair beleid te voeren dan aanvankelijk was aangekondigd. De daaruit resulterende prijsstijging vermindert namelijk de reële waarde van de al afgesproken lonen. Dit kan de productie en daarmee de werkgelegenheid stimuleren. Zonder internationale beleidscoördinatie zal dergelijk gedrag worden afgeremd omdat het gepaard gaat met een lagere rente en daardoor een depreciatie en dus een invoer van inflatie. In het geval van coördinatie kunnen de samenwerkende monetaire autoriteiten

evenwel gelijktijdig een onverwachte monetaire impuls voortbrengen, zodat de depreciatie zich niet voordoet. De neiging tot zo'n beleid zal dus kunnen toenemen. Dit gevaar bestaat overigens eveneens in een monetaire unie.

Zolang de nadruk in het beleid op de inflatiebestrijding ligt, kan worden beargumenteerd dat een ander gevaar van een monetaire unie een te restrictief budgettair beleid is (blz. 103). Zolang wisselkoersen beweeglijk zijn, zal een expansief budgettair beleid via een rentestijging een invoer van kapitaal en daarmee een appreciatie oproepen. Deze beperkt de geïmporteerde inflatie en daarmee tevens de binnenlandse inflatie. In een monetaire unie zal dit zich niet kunnen voordoen, waardoor de betrokken autoriteiten voorzichtiger zullen zijn met het vergroten van hun financieringstekort. Dit zal de werkloosheid doen toenemen. Wel kunnen bij deze redenering drie kanttekeningen worden geplaatst. In de eerste plaats is de opgeroepen appreciatie onder beweeglijke koersen in feite een 'beggart-neighbour'-politiek ten aanzien van de inflatiebestrijding: door de appreciatie wordt inflatie geëxporteerd. Dit impliceert dat voor alle bij de monetaire unie betrokken landen gezamenlijk de gevolgen van het 'te restrictieve budgettaire beleid' niet negatief zijn. In de tweede plaats kan in de monetaire unie alsnog een eindsituatie worden geschapen die vergelijkbaar is met die onder beweeglijke wisselkoersen. De geïntegreerde landen moeten daartoe een passend gezamenlijk, gematigd, stimuleringsbeleid voeren. In de derde plaats kan een monetaire unie ook juist een expansief nationaal budgettair beleid bevorderen omdat het directe gevolg daarvan niet meer zo zichtbaar is op de lopende rekening van de onderlinge betalingsbalansen⁸. Deze bestaan immers nauwelijks meer.

In verschillende bijdragen aan het rapport komt het vraagstuk aan de orde dat de samenwerking in het EMS asymmetrisch is, maar dat deze samenwerking symmetrisch zal moeten worden om intensivering van de samenwerking haalbaar te maken. Het is in zoverre een probleem dat asymmetrische samenwerking waarin één land het beleid bepaalt terwijl de andere landen volgen, snel geloofwaardig beleid creëert. Bij een symmetrische samenwerking echter is overleg geboden en een akkoord vereist. Dat proces kan de geloofwaardigheid van het beleid aantasten. De auteurs zijn van mening dat niet valt te ontkomen aan een symmetrische samenwerking, zodat het probleem van de geloofwaardigheid actueel is.

Subsidiariteitsbeginsel

Ten aanzien van de verdeling van het beleid over het communautaire en het nationale niveau komt verschillende keren het subsidiariteitsbeginsel als verdeelsleutel naar voren. Rijnvos definieert dit beginsel als een taakverdeling waarbij geen taken aan een hoger orgaan zullen worden toevertrouwd, die evengoed of beter door een hiërarchisch lager geplaatst orgaan kunnen worden uitgevoerd.

Op het gebied van het monetaire beleid bestaat er geen verschil van mening tussen de auteurs: het monetaire beleid moet worden gecentraliseerd. Het plan-Werner formuleerde indertijd de volgende communautaire taken: de liquiditeitsvoorziening, de vaststelling van het renteniveau, de interventies in de valutamarkt, het beheer van de reser-

6. De visie omtrent de nationale verschillen in de effecten van het EMS op inflatie en concurrentiepositie is met name verwoord in bijdragen die zijn opgenomen in F. Giavazzi, S. Micossi en M. Miller (red.), *The European Monetary System 1979-1987*, Cambridge, 1988.

7. K. Rogoff, Can international monetary policy be counterproductive?, *Journal of International Economics*, vol. 18, blz. 199-217.

8. Dit argument komt ook voor in het rapport van de adviescommissie-Spienburg, blz. 38.

ves en de vaststelling van de muntpariteiten ten opzichte van de buitenwereld. Dit lijkt overeen te komen met wat de auteurs van de onderhavige studie beogen. Knoester e.a. hebben de neiging nog een stapje verder te gaan door alvast beleidsadviezen te formuleren: de geldgroei moet gelijk zijn aan de som van de gewenste prijsstijging en de gewenste reële groei, er mag geen sterilisatie plaatsvinden, terwijl er eveneens nominale-inkomensdoelstellingen per land moeten worden geformuleerd. Van der Ploeg doet de suggestie de toepassing van de plannen van McKinnon en Williamson in overweging te nemen. Deze bevatten de elementen die Knoester e.a. noemen.

Ten aanzien van toelaatbare divergenties in de financieringstekorten van de overheid heeft De Grauwe het ruimste standpunt. Op basis van de ervaringen in Nederland en in het begin van de jaren tachtig in Frankrijk concludeert hij dat aanzienlijke verschillen in de financieringstekorten vaste wisselkoersen niet aantasten, mits de tekorten geen stijging van de buitenlandse schuld veroorzaken. Daarmee is hij de enige van de auteurs die het tekort van de overheidssector in feite – en terecht – in samenhang met een eventueel overschot van de particuliere sector beziet. In de overige bijdragen wordt het slechts van belang geacht dat op communautair niveau zowel de kapitaalmarkt- als de monetair financiering van het tekort wordt vastgesteld. De eerste vanwege het mogelijk renteopdrijvende effect. Enigermate verrassend is dat blijkbaar de dekking van overheidsuitgaven door belastingen geen onderwerp is voor de Gemeenschap, hoewel daarvan via het Haavelmo-effect toch ook een bestedingsverruimend effect – ook op communautair niveau – uitgaat. Het plan-Werner en het rapport-Spiereburg bestrijken dit effect op communautair niveau wel door op dat niveau bevoegdheden toe te kennen om de jaarlijkse toelaatbare variaties in het niveau van de nationale overheidsuitgaven te reguleren.

De meeste auteurs geven te kennen dat de EMU niet in één grote stap moet worden verwezenlijkt, maar ze zijn vaag over de vorm van de tussenfasen. Knoester e.a. opperen nog wel de mogelijkheid van "...een Europa in twee snelheden" (blz. 71) voor het geval het integratieproces een te geringe voortgang boekt als gevolg van politieke tegenstellingen. In dit verband citeert Van der Ploeg Dornbusch, die het niet noodzakelijk acht dat de zuidelijke lidstaten van de EG met hun inflatievoeten convergeren naar het lage Duitse niveau (blz. 90). Van der Ploeg geeft hieraan steun door te wijzen op een relatief grote behoefte aan geldscheppingswinst ('seignorage') in de zuidelijke lidstaten. De inflatieverschillen tussen noord en zuid zouden huns inziens kunnen worden opgevangen door het gebruik van de kruipende wisselkoers ('crawling peg'). Op dit punt gekomen, zou het interessant zijn geweest het standpunt te vernemen van Rijnvos. Hij gaat namelijk aan de hand van de drie bekende geldfuncties uitgebreid in op de theorie van het optimale valutagebied. Uiteindelijk komt hij tot de slotsom dat dit gebied samenvalt met dat van de Europese Gemeenschap. Zijn argument daarvoor is dat het circulatiegebied van een munt zo groot mogelijk moet zijn, waarbij de uitoefening van de geldfuncties uiteindelijk de beperkende factor vormt (blz. 116). Desondanks blijft het duister waarom het optimum – toevallig? – samenvalt met het EG-gebied.

De ecu

Voor zover in de bijdragen aan het WRR-rapport wordt ingegaan op het streven naar één Europese munt, zijn dit ondersteunende opmerkingen: de besparingen op informatie- en transactiekosten worden groot geacht, terwijl ook de grotere efficiëntie van een enkele munt als rekeneenheid en oppotmiddel wordt genoemd. Daar komt bij dat

intra-Europese speculatiegolven zich bij één Europese munt niet meer voor kunnen doen.

Alleen Rijnvos gaat inhoudelijk in op de overgang naar een stelsel met één Europese munt. Als uitgangspunt daarvoor neemt hij het huidige pariteitenraster van de valuta's die deel uitmaken van het wisselkoersstelsel van het EMS. Rijnvos acht het een labiel stelsel dat zal moeten worden versterkt, wil het geen terugval vertonen. Zijn argument is dat het stelsel geen centrale valuta bezit, waarop de waarde van iedere andere deelnemende valuta kan worden gericht. Het gevolg is zijns inziens dat het aantal koersverhoudingen in het EMS groot is en na toetreding van de Spaanse peseta en Portugese escudo nog veel groter wordt. Het aantal koersen dat moet worden gestabiliseerd is daardoor eveneens groot. De gewenste versterking van het wisselkoersstelsel zou volgens Rijnvos kunnen worden verkregen door de huidige methode voor de waardebepaling van de ecu via de bekende mand ('basket')-formule te vervangen. De waarde van de ecu zou dan voortaan 'zelfstandig beleidsmatig' moeten worden vastgesteld. Daarnaast zou het Europese Fonds voor Monetair Samenwerking als 'lender of last resort' kunnen gaan optreden voor de nationale centrale banken en deze, op hun beurt, voor de onder hun toezicht staande instellingen.

De analyse van Rijnvos mist op dit punt overtuiging. Het 'zelfstandig beleidsmatig' vaststellen van de ecu-waarde lijkt een potentiële bron van politieke tegenstellingen te worden. Op een marktprijs kan geen beroep worden gedaan, want de ecu mist een economische basis. De bezwaren tegen de huidige mandformule worden evenmin duidelijk. In een appendix, die gewijd is aan de ecu, komt wel naar voren dat de ecu niet gevrijwaard is voor invloeden van devaluaties en van inflatie op de samenstellende delen van de ecu. Wellicht heeft Rijnvos deze invloeden op het oog gehad. Daar kan evenwel tegen worden ingebracht dat een ecu-vordering enigermate tegen inflatie is ingedekt door de inflatiecomponent die in de rentevergoeding pleegt te zitten. De bestendigheid van de ecu tegen waardedalingen van de samenstellende valuta's zou, onder handhaving van de mandformule, gemakkelijk kunnen worden vergroot door voortaan af te zien van de periodieke aanpassingen van de samenstelling van de ecu (het aandeel van een tussentijds gerevalueerde valuta wordt namelijk periodiek naar beneden bijgesteld om te voorkomen dat het betrokken aandeel voortdurend aangroeit). In feite wordt met dit voorstel een lage inflatie, die normaliter samengaat met een revaluerende valuta, gehonoreerd met een geleidelijk toenemend aandeel van de betrokken nationale valuta in de ecu.

Er zijn twee aanwijzingen dat het met de problemen die Rijnvos voorziet zo'n vaart niet zal lopen. De centrale banken van Duitsland en Nederland tonen geen enkele behoefte de positie van de ecu te verbeteren om zo een versterkte centrale valuta aan het pariteitenraster van het EMS te kunnen toevoegen⁹. Verder blijkt dat uit een oogpunt van optimale belegging in de eerste helft van de jaren tachtig juist de valuta die met de sterkste geldontwaarding had te kampen, namelijk de Italiaanse lire, erg attractief is geweest¹⁰.

Tot slot

De zin en vormgeving van een EMU zijn nog met de nodige onduidelijkheden en problemen omgeven. Het hier besproken WRR-rapport vormt een poging deze uit de weg te ruimen.

vervolg op blz. 748

9. Zie A. Szász, op. cit., blz. 59.

10. Zie H. Jager en E. de Jong, The private ecu's potential impact on global and European exchange rate stability, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, nr. 164, 1988, blz. 33-59.

Als uitvloeisel van de intentieverklaring van de Europese Raad in december 1969 in Den Haag om tot een EMU te komen, is in de jaren zeventig al een reeks vergelijkbare rapporten verschenen. Gezien de aard van de nog resterende onduidelijkheden en problemen alsmede de inhoud van deze voorgaande rapporten is de vraagstelling die ten grondslag ligt aan het onderhavige WRR-rapport te algemeen geweest. Omdat de auteurs de eerdere rapporten grotendeels hebben genegeerd, is het gevolg dat het WRR-rapport er storend veel overlappingen mee vertoont en aan de nog resterende problemen vaak onvoldoende toekomt. Het zou beter zijn geweest om na te gaan in hoeverre de analyses en standpunten in de vorige rapporten, gegeven de huidige stand van de theorie en de praktijk, moeten worden geamendeerd en kunnen worden aangescherpt en uitgebreid.

Ondanks deze kritische kanttekening bevat het rapport, zo moge blijken uit het voorgaande, wel degelijk nuttige en interessante uitkomsten. Ten aanzien van de gevolgen van stabiele wisselkoersen voor de inflatie en economische groei is het rapport opbouwend – ondanks de negatieve uitkomst. In nog sterkere mate geldt dit voor de analyse van de mogelijke resultaten van economische beleidscoördinatie voor de welvaart. Ook het overzicht van de kwantitatieve effecten van gecoördineerd beleid is informatief. Daar staat tegenover dat de beschouwingen over een symmetrischer vorm van coördinatie dan thans wordt toegepast, over de optimale overheveling van nationaal beleid naar communautair niveau, over mogelijke overgangsfasen naar een EMU en het eventueel verwezenlijken van de EMU met twee snelheden vrijwel niets nieuws opleveren. Ronduit teleurstellend is de geringe aandacht in het WRR-rapport voor de overgang naar één Europese munt.

H. Jager