

Europese monetaire stabiliteit en beleidssymmetrie

Een werkgroep onder leiding van de Italiaan Padoa-Schioppa heeft een rapport gewijd aan de problemen die zouden kunnen voortvloeien uit het voltooiën van de interne markt in de Europese Gemeenschap. In een bespreking van het EMS waarschuwt het rapport voor een mogelijk destabiliserende werking van kapitaal liberalisatie. Padoa-Schioppa zoekt de oplossing in institutionele hervormingen en beleidssymmetrie, waarbij meer van de aanpassingslast door de overschotlanden wordt gedragen. De auteurs van dit artikel spreken zich uit tegen beleidssymmetrie binnen het EMS en zijn van mening dat convergentie van het macro-economische beleid altijd plaats moet vinden in de richting van prijsstabiliteit.

**DR. H.J. BLOMMESTEIN - DRS. H. HOOGERVORST
DRS. A.J.F.M. DECKERS***

In 1985 nam de Europese Gemeenschap twee beslissingen die zowel verbreding als verdieping van de organisatie tot doel hadden. In dat jaar werd namelijk besloten tot uitbreiding van de Gemeenschap met Spanje en Portugal per 1 januari 1986, alsmede tot voltooiing van de interne markt in 1992. Deze beslissingen wekten in brede kring enthousiasme, maar werden door velen ook met een zekere terughoudendheid begroet. Sceptici vroegen zich af of de Gemeenschap er in zou kunnen slagen alle nationale restricties op het intra-Europese verkeer van goederen, diensten en produktiefactoren volgens het voorgenomen tijdschema af te schaffen, mede vanwege de toename van de sociaal-economische heterogeniteit van de EG door de toetreding van Spanje en Portugal.

In april 1986 heeft de Europese Commissie een groep onafhankelijke deskundigen verzocht een rapport te schrijven over de eventuele problemen die zouden kunnen voortvloeien uit dit tweeledige proces van interne integratie en uitbreiding, en suggesties te doen voor oplossingen. Precies één jaar later presenteerden deze experts een rapport, getiteld *Efficiency, stability and equity. A strategy for the evolution of the economic system of the European Community*. In dit rapport ontvouwt de studiegroep, die onder leiding stond van dr. Padoa-Schioppa, een hoge functionaris van de Banca d'Italia, op uitvoerige wijze haar visie op de toekomstige ontwikkeling van de Gemeenschap.

In dit artikel zullen wij vooral aandacht besteden aan de beleidsuggesties die het rapport doet t.a.v. het Europese Monetaire Stelsel (EMS). Het EMS neemt in het rapport een belangrijke plaats in, omdat verwacht wordt dat de werking van het stelsel sterk zal worden beïnvloed door het streven het intra-Europese kapitaalverkeer uiterlijk in 1992 volledig te liberaliseren. Alvorens de visie van de Padoa-Schioppa-groep op de toekomst van het EMS te bespreken, zullen wij echter eerst de algemene uitgangspunten van het rapport kort weergeven.

lijkheid ('equity') als centrale doelstellingen van het economische beleid. In het kader van de Gemeenschap dienen deze doelstellingen concrete uitdrukking te vinden in het streven naar respectievelijk marktintegratie, macro-economische stabiliteit (m.n. wisselkoersstabiliteit) en een billijke intra-Europese inkomensverdeling. Volgens de Padoa-Schioppa-groep bestaan er tussen deze doelstellingen belangrijke dwarsverbindingen, die niet noodzakelijk positief zijn. Integendeel, het rapport stelt dat de voltooiing van het proces van marktintegratie in de EG hoogstwaarschijnlijk ongewenste consequenties heeft voor het streven naar economische stabiliteit en een billijke inkomensverdeling. Anders geformuleerd: een efficiëntere allocatie kan gepaard gaan met minder stabiliteit en een minder evenwichtige intra-Europese inkomensverdeling.

De trade-off tussen *doelmatigheid* en een *billijke inkomensverdeling* zou volgens het Padoa-Schioppa-rapport binnen Europa zijn uitdrukking kunnen vinden in het samengaan van versnelling van de economische groei als gevolg van de marktintegratie en vergroting van de intraregionale onevenwichtigheden binnen de Gemeenschap. De Padoa-Schioppa-groep ontkent niet dat de eenwording van de Europese markt tot substantiële economische winst zal leiden, doch vreest dat deze winst niet op evenwichtige wijze tussen de lidstaten zal worden verdeeld. Dit zou in brede kring kunnen leiden tot de opvatting dat de voltooiing van de interne markt een onjuist programma is. Om dit te voorkomen stelt de studiegroep voor de herverdelingsfuncties van de Gemeenschap (zoals de structurele fondsen) aanzienlijk te vergroten en effectiever te maken.

De Padoa-Schioppa-groep ziet het gevaar van een trade-off tussen de beleidsdoelen van *doelmatigheid* en *stabiliteit* vooral gelegen in het potentieel destabiliserende effect van volledige kapitaal liberalisatie op het Europese Monetaire Stelsel. Liberalisatie van het kapitaalverkeer draagt weliswaar bij aan een optimale reallocatie van de

Doelmatigheid, stabiliteit en billijkheid

Zoals de titel van het Padoa-Schioppa-rapport al aangeeft, ziet de studiegroep doelmatigheid, stabiliteit en bil-

* De auteurs zijn respectievelijk plaatsvervangend hoofd en beleidsmedewerkers van de afdeling Internationale Monetaire Zaken van het Ministerie van Financiën. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.

factor kapitaal, en zal de efficiëntie-doelstelling bevorderen, doch de volledige vrijmaking van private kapitaalstromen zou volgens het rapport tegelijkertijd de stabiliteit van het EMS ernstig bedreigen. De omvang van deze private kapitaalstromen zullen namelijk die van de voor interventies beschikbare reserves verre overtreffen en de verdediging van wisselkoersen ernstig bemoeilijken. Ten einde destabiliserende kapitaalstromen te voorkomen, zou de beleidsconvergentie tussen de lidstaten moeten toemen, hetgeen alleen op duurzame wijze zou kunnen geschieden indien de hiermee gepaard gaande aanpassingslasten op billijke ('symmetrische') wijze worden verdeeld tussen tekortlanden en overschotlanden.

Met deze analyse heeft de Padoa-Schioppa-groep de schets van de driehoeksverhouding tussen doelmatigheid, stabiliteit en billijkheid voltooid. Wij zullen deze ménage à trois aan een nader onderzoek onderwerpen in de nu volgende bespreking van de door de studiegroep gedane aanvullende beleidsvoorstellen m.b.t. de versterking van het EMS.

Kapitaalliberalisatie en het EMS

De Padoa-Schioppa-groep ziet de status quo van het EMS als een situatie waarin de Bundesbank op informele wijze de standaard zet voor het monetaire beleid, en de centrale banken van de overige lidstaten een beperkte mate van monetaire autonomie weten te handhaven, in het bijzonder dank zij kapitaalrestricties en periodieke wisselkoersaanpassingen. Het land met de minste monetaire autonomie is Nederland, omdat het geen kapitaalrestricties meer kent en een vaste wisselkoers met de DM nastreeft. Dan volgen België en Denemarken, landen waarvan de kapitaalmarkten vrijwel volledig geliberaliseerd zijn¹⁾, maar die bij spilkoersaanpassingen meestal niet een vaste wisselkoers met de DM hebben gehandhaafd. Frankrijk, Italië en Ierland hebben iets meer monetaire autonomie bij de gratie van kapitaalrestricties (relatief weinig in Frankrijk, nog betrekkelijk veel in Italië en Ierland) en min of meer frequente wisselkoersaanpassingen (en een bredere fluctuatiemarge van de lire in het geval van Italië)²⁾. Indien de EMS-landen slagen in hun voornemen alle resterende kapitaalrestricties uiterlijk in 1992 te hebben afgeschaft en tegelijkertijd een minder rigide wisselkoersregime wordt afgewezen, dan zal de toch al beperkte marge voor monetaire autonomie nog verder worden ingeperkt: „...even the leading country might encounter difficulties or find it impossible to sustain a policy inconsistent with that adopted by the majority” (blz.95). Volgens het rapport zal er zelfs een nieuw institutioneel tijdperk voor het EMS aanbreken: „Complete liberalisation of capital movements would result in the system being required to perform the new and qualitatively different task of reconciling the monetary objectives of a group of countries of comparable size” (blz.95). Zelfs wanneer er een hoge graad van convergentie van het monetaire beleid is bereikt (en de Padoa-Schioppa-groep is van mening dat de EMS-landen hierin al ver zijn gevorderd), dan blijft het gevaar van verstoring van kapitaalstromen voor het EMS als zone van monetaire stabiliteit. Omdat de markten zich vaak laten leiden – aldus de studiegroep – door vage geruchten en valse percepties, „...there is the risk that the vagaries of financial markets rather than the evolution of the real sector and the policy of the monetary authorities will determine the timing and the amount of a realignment”. (blz.97).

Alvorens in te gaan op de suggesties die het rapport vervolgens doet t.a.v. het toekomstige beheer van het EMS in deze moeilijke omstandigheden, zullen wij eerst bovenstaande analyse van commentaar voorzien. Ten eerste gaat de studiegroep er onzes inziens ten onrechte van uit dat volledige kapitaalliberalisatie een kwalitatief andere taak aan het EMS oplegt. Ook nu al heeft het stelsel tot taak het monetaire beleid van de deelnemende landen met elkaar te verenigen, hetgeen een aanzienlijke beperking van monetaire autonomie impliceert (in het rap-

port wordt dit ook erkend door te stellen dat de huidige graad van monetaire autonomie van de deelnemende landen zeer beperkt is). De kapitaalrestricties en (politiek onaantrekkelijke) wisselkoersverschikkingen, die noodzakelijk zijn om een hogere graad van monetaire autonomie te handhaven, vormen voor de meeste EMS-participanten een te hoge prijs om er op grote schaal gebruik van te maken. Tevens moeten de gevolgen van verdere vrijmaking van het kapitaalverkeer voor het nationale monetaire beleid niet worden overschat. Een aantal EMS-landen heeft zijn kapitaalverkeer al volledig geliberaliseerd, zonder dat hun nationale monetaire beleid ernstig heeft geleden onder de vermeende grillen van de internationale financiële markten. Weliswaar wordt de termijn waarop een land zich een afwijkend beleid kan permitteren (nog) iets korter, doch dit is tevens een voordeel omdat tijdiger een toch onvermijdelijk aanpassingsproces moet worden ingezet: de beleidsdiscipline wordt groter, en derhalve wordt de gewenste beleidsconvergentie in de richting van interne monetaire stabiliteit sterker gestimuleerd.

Ten tweede ademt het rapport veel wantrouwen jegens de 'wispelturige' financiële markten die zich maar niet door de al bereikte convergentie en het vastberaden monetaire c.q. wisselkoersbeleid van de EMS-centrale banken willen laten imponeren. Te lichtvaardig wordt naar onze mening geopperd dat de markten zich vaak door irrationele motieven laten leiden en, derhalve, niet altijd genoeg aandacht aan de economische 'fundamentals' zouden besteden. Indien de monetaire autoriteiten duidelijke en consistente signalen geven en deze ondersteunen met een effectief beleid, dan is er weinig reden om bevreesd te zijn voor 'irrationele' kapitaalbewegingen. Het geëtaleerde wantrouwen t.o.v. de financiële markten komt naar onze mening voort uit de ambivalente evaluatie van de Padoa-Schioppa-groep van de bereikte graad van convergentie. Aan de ene kant geeft het rapport toe dat de loon- en prijsontwikkelingen binnen het EMS nog onvoldoende op elkaar zijn afgestemd en periodieke wisselkoersverschikkingen daardoor nog onvermijdelijk zijn, aan de andere kant toont het rapport zich tevreden over de al bereikte convergentie en moet het zich in moeilijke bochten wringen om 'speculatieve' kapitaalstromen uit het vermeende irrationele gedrag van de financiële markten te kunnen verklaren. Het is jammer dat het rapport niet op ondubbelzinnige wijze toegeeft dat de convergentie op een aantal beleidsterreinen (w.o. het budgettaire beleid) nog onvoldoende is en dat, derhalve, de monetaire autoriteiten in sommige EG-landen niet altijd kunnen rekenen op het vertrouwen van de financiële markten in hun beleid.

Beleidsymmetrie

Ten einde de problemen die zouden kunnen voortvloeien uit de kapitaalliberalisatie het hoofd te kunnen bieden, dient het EMS volgens het Padoa-Schioppa-rapport een nieuwe weg in te slaan, een 'tweede fase' te bereiken, waarin zowel de onderlinge monetaire coördinatie als de EMS-mechanismen (w.o. intramarginale interventies, het gebruik van de ecu, een nieuwe vrijwaringsclausule voor het kortlopende kapitaalverkeer, en het EMS-kredietmechanisme) zouden moeten worden versterkt.

Het rapport is niet erg tevreden over de wijze waarop tot nu toe het monetaire beleid binnen het EMS wordt gecoördineerd: „...in a situation in which inflation rates have be-

1) Hierbij zij aangetekend dat België nog steeds een dubbele wisselmarkt kent en dat de Deense monetaire autoriteiten pas sinds 1982 hun beleidsfilosofie over de invloed van een vrij(er) internationaal kapitaalverkeer op het monetaire beleid fundamenteel hebben gewijzigd. Sinds dat jaar kennen de Deense monetaire autoriteiten in beginsel aan een vrij(er) kapitaalverkeer een beleidsdisciplinerende werking toe die op haar beurt een gunstige invloed kan hebben op de interne monetaire stabiliteit.

2) Spanje en Portugal nemen geen deel aan het EMS. Het VK en Griekenland maken wel deel uit van het EMS, doch participeren niet in het wisselkoersarrangement.

come lower and more convergent than ever before during the last 15 years, the acceptance of an unqualified disinflationary priority and German leadership as a way to coordinate monetary policies is likely to decrease" (blz. 97). De in deze zin geuite bezorgdheid over excessieve desinflatie komt elders in het rapport nog duidelijker tot uiting: „The most probable risk in the event of increasing economic interdependence is that of excessive disinflation in macro-economic policy management and thus an aggravation of employment problems" (blz. 20). De studiegroep maakt niet duidelijk wat precies onder 'excessive disinflation' moet worden verstaan (inflatiecijfers die tot nul naderen?). Uit bovenvermelde passages concluderen wij dat het rapport impliciet uitgaat van het bestaan van een al dan niet duurzame trade-off tussen inflatie en werkloosheid.

De Padoa-Schioppa-groep suggereert een verband tussen de vermeende neiging van het EMS tot 'excessieve' desinflatie en het onofficiële leiderschap van de Bundesbank binnen het stelsel. Het Duitse monetaire leiderschap wordt gezien als een uiting van een veronderstelde tendens van het EMS om de voor wisselkoersstabiliteit noodzakelijke aanpassingslast in onevenredige mate op te leggen aan de tekortlanden. Terwijl tekortlanden worden gedwongen tot monetaire en/of budgettaire inkrimping, rust er op de overschotlanden niet een analoge plicht tot verruiming. Door deze *asymmetrie* zou het EMS ongewenste deflationaire tendensen vertonen.

Ten einde het EMS meer symmetrisch te maken wordt het volgens de Padoa-Schioppa-groep tijd om te gaan denken aan vergemeenschappelijking van het monetaire beleid. Een eerste stap zou zijn het *gezamenlijk* vaststellen van nationale monetaire doelzones, mogelijk aangevuld met een geaggregeerde monetaire doelvariabele voor het EMS-gebied, waarnaar het monetaire beleid van de EMS-landen zich zou moeten richten. Klaarblijkelijk verwacht de studiegroep dat op deze wijze de dominantie van de Bundesbank op monetair gebied zal kunnen worden vervangen door een collectief leiderschap.

Behalve door verbeterde coördinatie dient het EMS ook te worden versterkt door een meer actief en symmetrisch gebruik van de bestaande beheersmechanismen. Het rapport is weinig concreet over de wijze waarop dit zou moeten geschieden, maar lijkt vooral te denken aan symmetrische intramarginale interventies, gemeenschappelijke financiering daarvan, verruiming van de EG-kredietfaciliteiten en intensiever gebruik van de ecu.

De versterking van het EMS langs bovenstaande wegen zou volgens de studiegroep o.a. de volgende institutionele implicaties moeten hebben:

- het Monetair Comité 3) zou verantwoordelijk moeten zijn voor de formulering van de gezamenlijke monetaire groeivariabele;
- het Comité des Gouverneurs 4) zou primair verantwoordelijk zijn voor de uitvoering van het monetaire beleid, met name voor gecoördineerde renteaanpassingen en interventies;
- het EMS moet als eenheid naar buiten gaan optreden op het gebied van de internationale monetaire betrekkingen om de onderhandelingspositie jegens Japan en de VS te versterken.

Beoordeling van de beleidsvoorstellen

In de beleidsaanbevelingen van het Padoa-Schioppa-rapport klinken deels de geluiden door die men traditioneel uit de richting van Italië en Frankrijk (en de Europese Commissie) hoort opklinken (meer symmetrie, minder nadruk op een anti-inflatiebeleid), deels gaan de voorstellen verder dan men gewoonlijk in EMS-kringen verneemt.

De geuite onvrede met het zogenaamde intrinsiek asymmetrische karakter van het EMS en de dominante positie van de Bundesbank die daarmee zou samenhangen is naar onze mening niet terecht. De overheersende positie van de Bundesbank zoals geschetst door de studiegroep geeft een tendentieuze voorstelling van zaken. De

vooraanstaande positie van de Bundesbank is immers geen formeel institutioneel gegeven; deze positie is op 'natuurlijke' wijze tot stand gekomen via een geloofwaardig monetair beleid, dat navolging kreeg in andere lidstaten. Het mag geen verbazing wekken dat de financiële markten zich wenden tot de valuta die het minst aan ontwaarding onderhevig is. Er zijn geen objectieve redenen waarom de Banque de France of de Banca d'Italia niet dezelfde rol binnen het EMS kunnen vervullen, uiteraard op voorwaarde dat hun beleid de financiële markten ten minste evenveel vertrouwen inboezemt als dat van de Bundesbank. Daarnaast dienen de financiële markten in de desbetreffende landen een voldoende graad van ontwikkeling te bereiken om internationaal te kunnen concurreren. De vermeende asymmetrie van het EMS is geen eigenschap die in het systeem institutioneel is vastgelegd, zij is het gevolg van het feit dat niet alle participanten het doel van interne monetaire stabiliteit even dicht hebben benaderd. Dat sommige landen daartoe op dit moment een zwaardere inspanning zullen moeten leveren dan andere, vloeit dus voort uit het feit dat die andere landen die inspanning al eerder hebben geleverd. Met andere woorden: asymmetrische aanpassingen blijven noodzakelijk, zolang er asymmetrische tendensen tot het voeren van een adequaat beleid bestaan 5).

De bezorgdheid die de Padoa-Schioppa-groep toont over de vermeende deflationaire tendensen van het EMS zijn naar onze mening eveneens ongerechtvaardigd. Ten eerste mag de gemiddelde inflatie binnen het EMS in de laatste jaren wel sterk zijn gedaald, doch deze daling werd deels veroorzaakt door tijdelijke ruilvoeteffecten en er is geen reden om te verzuichten dat het 'zo wel genoeg is geweest'. Ten tweede kan de op dit moment tegenvallende economische groei in Europa moeilijk worden geweten aan een te stringent monetair beleid dat door het EMS afgedwongen zou worden. Integendeel, het tempo van de liquiditeitsgroei heeft gedurende de laatste twee jaar in de meeste EMS-landen (waaronder de BRD) dat van de toename van het nominale bruto nationale produkt fors overtroffen, voor velen reden om zich ongerust te maken over een liquiditeits-'overhang' die tot wederopstanding van het inflatiepook kan leiden. In onze optiek is de belangrijkste bijdrage van het monetaire beleid aan economische groei en werkgelegenheid het garanderen van een stabiel prijsklimaat. Bovendien hoeft men geen dogmatisch monetarist te zijn om op grond van ervaringen in de jaren zestig en zeventig tot de conclusie te komen dat een expansief begrotingsbeleid de werkgelegenheid en reële groei niet of nauwelijks op duurzame wijze in positieve zin kan beïnvloeden. Het pleidooi voor aanvullende vraagstimulering, dat op verschillende plaatsen in het rapport opduikt, kan om bovengenoemde redenen niet worden onderschreven 6). Naar onze mening dient het EMS te blijven streven naar convergentie in de richting van het laagste, niet het gemiddelde inflatieniveau.

3) Het Monetair Comité is een adviesgevend orgaan, samengesteld uit vertegenwoordigers van de ministeries van financiën en centrale banken van de EMS-participanten, dat de Raad en de Commissie adviseert inzake monetaire en financiële kwesties op zowel nationaal als Gemeenschapsniveau.

4) Het Comité des Gouverneurs is een orgaan samengesteld uit de centrale-bankpresidenten van de EG-lidstaten, waarin overleg wordt gevoerd over het beleid van de centrale banken, met name op het gebied van de geldmarkt en de valutamarkt.

5) Het in september jl. bereikte akkoord tussen de EMS-centrale banken over de mogelijkheid tot financiering van intramarginale interventies onder het zeer-korte-termijn-kredietmechanisme, is door de voorstanders van een symmetrisch EMS als een kleine overwinning begroet. Het ging hier echter in wezen om niet meer dan een formalisering van de ook al voorheen bestaande mogelijkheid om met toestemming van de crediteur-centrale bank dit type interventies te financieren.

6) Wel stemmen wij in met de gedachte van de studiegroep dat *aanvullende* maatregelen aan de aanbodzijde (bij voorbeeld gericht op een grotere flexibiliteit van de arbeidsmarkt, een lagere belastingdruk of vermindering van subsidies, etc.), het programma ter voltooiing van de interne markt via extra groei op nuttige wijze kunnen ondersteunen.

Wij delen de mening van de studiegroep dat het monetaire beleid binnen het EMS betere afstemming behoeft. Anders dan het rapport vinden wij echter dat er nog onvoldoende inhoudelijke consensus over het monetaire beleid bestaat en dat de beleidsconvergentie nog niet ver genoeg is voortgeschreden om nu al tot vergaande institutionele hervormingen over te gaan. Enkele van de concrete voorstellen van de Padoa-Schioppa-groep (zoals symmetrische intramarginale interventies en de gemeenschappelijke formulering van een Europese monetaire doelvariabele) neigen ernaar de lidstaten een directe greep op elkaanders monetaire beleid te geven. Een dergelijke, geforceerde vorm van coördinatie zal tot instabiliteit kunnen leiden, zeker zo lang de monetaire instellingen van de lidstaten nog met sterk divergente binnenlandse ontwikkelingen (m.n. op budgettaire terrein) worden geconfronteerd en ook omdat in sommige EG-landen de scheiding tussen 'money printers' en 'money spenders' niet voldoende is gegarandeerd. In deze omstandigheden is het beter dat de grenzen aan de monetaire autonomie worden gesteld door de financiële markten (die geneigd zullen zijn een divergent, inflatoir macro-economisch beleid 'af te straffen' door valutasubstitutie).

Naar onze mening dienen de EMS-participanten zich in eerste instantie in te spannen om op basis van vrijwilligheid en overreding voldoende overeenstemming te bereiken over het te voeren monetaire beleid. Hierbij dient de nadruk te worden gelegd op het handhaven van adequate renteversillen, die veel meer indruk maken op de financiële markten dan grootschalige interventies. Een actief rentebeleid is derhalve essentieel voor een stabiel EMS, vooral wanneer het kapitaalverkeer volledig wordt vrijgemaakt. Daarnaast dient de divergentie op met name het budgettaire terrein sterk te worden verminderd. Pas wanneer aan deze voorwaarden is voldaan, kan worden overgegaan tot institutionele hervormingen die tot doel moeten hebben een adequaat systeem van 'checks and balances' te creëren, gericht op monetaire stabiliteit 7). Een belangrijke voorwaarde voor een dergelijk systeem is een adequate, institutionele scheiding tussen de centrale banken en de fiscale autoriteiten. Het voorstel van de Padoa-Schioppa-groep om de formulering van het monetaire beleid onder te brengen bij het Monetair Comité, waarin zowel vertegenwoordigers van de Europese centrale banken als de ministeries van financiën zitting hebben, gaat juist in de tegenovergestelde richting.

Conclusies

De Padoa-Schioppa-groep concludeert terecht dat de volledige vrijmaking van het intra-Europese kapitaalverkeer gepaard dient te gaan met intensivering van de coördinatie van het monetaire beleid, maar overschat naar onze mening de destabiliserende werking van kapitaalliberalisatie op het EMS. De trade-off tussen volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer en wisselkoersstabiliteit is niet zo voor de hand liggend als zij door de studiegroep wordt voorgesteld. Wij betwijfelen evenzeer of de stabiliteit van het EMS gediend zou zijn met een symmetrische verdeling van de aanpassingslasten. Het doel van het EMS – wisselkoersstabiliteit door monetaire stabiliteit – is voor elke participant gelijk, maar zolang niet alle lidstaten dit doel even dicht zijn genaderd, zal het ene land zich zwaardere inspanningen moeten getroosten dan het andere. Dit is de plicht die elke deelnemer aan het EMS bij toetreding vrijwillig op zich heeft genomen. Meer symmetrie zou juist kunnen leiden tot minder stabiliteit, omdat de juiste koers van het monetaire beleid meestal niet in het midden ligt. Bovendien biedt het EMS in zijn huidige vorm voldoende conditionele kredietfaciliteiten (die tot op heden voor een belangrijk gedeelte onbenut zijn gebleven) om de aanpassingspijn van tekortlanden te verzachten.

Ten slotte zijn wij van mening dat de tijd nog niet rijp is voor de ingrijpende institutionele hervormingen die de Padoa-Schioppa-groep voorstaat. Hoewel er hoopgeven-



Reserves bij de Europese ministers van Financiën ten aanzien van de coördinatie van het beleid (ANP-foto)

de tekenen zijn dat binnen het EMS de consensus over het te voeren monetaire en economische beleid begint toe te nemen, is de divergentie van nationale politieke belangen c.q. preferenties nog zo groot, dat deze toenemende consensus nog altijd onvoldoende in beleidsconvergentie wordt omgezet. In deze omstandigheden zou een vergaande institutionele hervorming van het EMS de stabiliteit van het stelsel niet ten goede komen. Deze wellicht wat somber klinkende, maar wel realistische, vaststelling moet echter niet worden opgevat als een uiting van pessimisme over de toekomst van het EMS. Integendeel, zij komt voort uit onze overtuiging dat er binnen de huidige institutionele context voldoende ruimte is voor substantiële versterking van het EMS. Hierbij valt onder meer te denken aan volledige toetreding van het Britse pond, vernauwing van de fluctuatiemarge van de lire en vooral het voeren van een actief rentebeleid gericht op het handhaven, respectievelijk creëren van adequate renteversillen ter verdediging van de wisselkoerspariteiten. De voor een stabiel EMS benodigde politieke wil en consensus kan niet via institutionele of technische hervormingen worden afgedwongen, doch moet langs de weg van wederzijdse beïnvloeding van de lidstaten worden opgebouwd.

H. J. Blommestein
H. Hoogervorst
A. J. F. M. Deckers

7) Zie ook de regeringsnota *De doelstellingen op langere termijn van het EMS en de ecu*, mei 1986.