

Internationale coördinatie van macro-economische politiek

Internationale coördinatie van macro-economisch beleid wordt even veelvuldig bepleit als zeldzaam toegepast. Het belang ervan wordt echter steeds groter met het toenemen van de handelsstromen en de groei van de kapitaalmobiliteit. In dit artikel laten de auteurs de theorie van de internationale beleidsafstemming nog eens de revue passeren. Ook presenteren zij schattingen van te behalen voordelen. Ten slotte gaan zij in op de mogelijkheden en wenselijkheden van internationale beleidscoördinatie op dit moment.

DRS. H. GARRETSEN – DRS. J. DE HAAN – DRS. L.H. HOOGDUIN*

Inleiding

Onlangs presenteerde de Westduitse regering een pakket economische stimuleringsmaatregelen ter waarde van DM 22,5 mrd. Verreweg het grootste deel van dit bedrag – DM 21 mrd. – wordt beschikbaar gesteld aan de 'Kreditanstalt für Wiederaufbau'. Dit instituut stelt tegen gunstige voorwaarden leningen ter beschikking voor investeringsprojecten. De getroffen maatregelen hebben nauwelijks consequenties voor de Westduitse schatkist, omdat alleen de rentesubsidie die de overheid verstrekt geld kost.

In de Bondsrepubliek werd nogal kritisch op de plannen gereageerd, maar de Amerikaanse minister van Financiën, James Baker, was tamelijk positief. "Indien deze maatregelen volledig worden uitgevoerd, dan zullen ze de binnenlandse vraag in de Bondsrepubliek stimuleren en een bijdrage leveren aan de gecoördineerde internationale pogingen om de onevenwichtigheden in de wereld te verminderen", aldus Baker¹. De Amerikaanse regering toonde zich verheugd over de Duitse ommezwaai. Ondanks Amerikaanse druk weigerde de regering in Bonn namelijk lange tijd stimulerende maatregelen te treffen uit angst voor inflatoire en financiële effecten.

Het bovenstaande kan worden opgevat als een (slechts gedeeltelijk gelukte) poging tot internationale coördinatie van macro-economische politiek. Veel politici benadrukken tegenwoordig de wenselijkheid van coördinatie. Hoewel uit de theoretische literatuur volgt dat coördinatie meestal betere resultaten oplevert, blijkt uit empirische schattingen echter dat de voordelen van coördinatie over het algemeen gering zijn. Naar onze mening worden de voordelen van coördinatie in deze studies echter onderschat. Het is daarom zinvol om na te gaan in hoeverre er mogelijkheden bestaan om door gecoördineerde acties de economische situatie te verbeteren.

Er zijn verscheidene vormen van coördinatie te onderscheiden². In de eerste plaats de uitwisseling van informatie en consultatie. Een dergelijke samenwerking vindt plaats via internationale organisaties als de OESO, het IMF

en de EG, alsmede tijdens economische topontmoetingen. In de tweede plaats discretionaire beleidsafspraken. Bij een dergelijke vorm van coördinatie wordt getracht het economische beleid van diverse landen op een bepaald moment op elkaar af te stemmen. Dit impliceert een mogelijke verandering van beleid in verband met de internationale economische interdependentie. Deze verdergaande en tegelijkertijd minst voorkomende vorm van coördinatie omvat onderhandelingen tussen landen over de inzet van bepaalde instrumenten en de kwantitatieve invulling hiervan. Het belangrijkste voorbeeld van een dergelijke vorm van coördinatie vormen de afspraken gemaakt tijdens de economische top in Bonn in 1978.

In de derde plaats kan coördinatie plaatsvinden door creatie van bepaalde regels. Zo leidde het Bretton-Woodstelsel tot enige coördinatie, omdat landen met een onevenwichtige betalingsbalans gedwongen werden tot aanpassing ten einde de pariteit te handhaven. Evenzo is het één van de doelstellingen van het EMS om te komen tot een zekere afstemming van het economische beleid van de deelnemende landen³. Diverse auteurs hebben voorstellen gedaan om via soortgelijke regels het beleid van de belangrijkste industrielanden te coördineren.

* Economische Faculteit Rijksuniversiteit Groningen. De auteurs danken dr. C.G.M. Sterks voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. *Het Financieele Dagblad*, 4 december 1987, blz. 9.

2. In navolging van Cooper spreken verschillende auteurs over 'coordination' indien bij de formulering van beleid rekening wordt gehouden met de beleidsreacties in andere landen. Indien sprake is van een gezamenlijke doelstelling spreekt Cooper van 'cooperation'. Zie R.M. Cooper, *Macroeconomic policy adjustment in interdependent economies*, *Quarterly Journal of Economics*, jrg. 83, 1969, blz. 1-24. Onze indeling is gebaseerd op S. Fischer, *International macroeconomic policy coordination*, *NBER Working Paper*, nr. 2244, mei 1987.

3. Binnen het EMS geeft met name de BRD de toon aan. Het Nederlandse monetaire beleid wordt bij voorbeeld in belangrijke mate beïnvloed door het beleid van de Deutsche Bundesbank. Zie bij voorbeeld J. de Haan en L.H. Hoogduin, *Accentverschuiving in het monetaire beleid*, *ESB*, 1987, blz. 1068-1072.

Tabel 1. Export en import (% bbp) van enkele industrielanden, 1953- 1986

	Export				Import			
	1953	1964	1975	1986	1953	1964	1975	1986
Verenigde Staten	4,1	5,0	8,4	6,9	4,4	4,3	7,8	10,2
Verenigd Koninkrijk	21,7	18,7	25,6	29,1 ^a	22,6	20,5	27,3	28,0 ^a
Bondsrepubliek Duitsland	17,1	19,0	26,6	33,0	13,5	17,6	23,7	27,3
Japan	11,2	10,0	13,7	16,5 ^a	12,3	10,5	13,8	12,7 ^a
Italië	10,4	12,5	21,0	18,7	12,8	13,7	22,2	18,1
Frankrijk	14,1	12,2	18,5	21,5	13,7	12,1	17,8	20,5

a. 1985.

Bron: IMF, *International Financial Statistics*, diverse uitgaven.

Hoewel de tweede vorm van coördinatie niet vaak voorkomt, is de theoretische literatuur over coördinatie van macro-economisch beleid voor een groot deel op deze vorm gericht. In dit artikel worden literatuur en empirie besproken. Eerst geven wij enige achtergrondinformatie ten einde het coördinatieprobleem in het juiste perspectief te plaatsen. In paragraaf 4 zullen enkele empirische studies worden besproken. De slotparagraaf gaat in op de huidige wenselijkheid van en mogelijkheden voor coördinatie van macro-economische politiek van de belangrijkste industrielanden.

Toegenomen interdependentie

Drie aspecten van de wereldeconomie zijn met name van belang om de huidige discussie over coördinatie van macro-economische politiek in het juiste perspectief te zien. In de eerste plaats de toegenomen handelsstromen van de meeste geïndustrialiseerde landen. In tabel 1 zijn de export en import van enkele belangrijke landen uitgedrukt in procenten van het bruto binnenlandse product (bbp) voor de periode 1953-1986. Zelfs de VS kan moeilijk meer worden beschouwd als een gesloten economie: de invoerquote is meer dan verdubbeld sinds 1953, tot 10,2% in 1986.

In de tweede plaats is de toegenomen kapitaalmobiliteit van belang. Momenteel bestaat in de meeste grote industrielanden – met uitzondering van Frankrijk en Italië – vrijheid van kapitaal- en -uitvoer. Hierdoor vormen kapitaalstromen "... a major and extraordinarily rapid transmission mechanism of shocks in the international economy"⁴.

In de derde plaats bestaat er thans een regime van zwevende wisselkoersen. Het Bretton-Woodsstelsel van vaste doch aanpasbare wisselkoersen legde aan de meeste landen een bepaalde discipline op. Het stelsel was jarenlang succesvol, maar dit succes was mede het gevolg van enkele bijzondere omstandigheden:

- de dominantie van de Verenigde Staten;
- de beperkte kapitaalmobiliteit;
- de consensus tussen de belangrijkste landen over de vraag hoe een gemengde economie functioneert en reageert op beleidsmaatregelen⁵.

Voorstanders van zwevende wisselkoersen meenden dat landen nu meer dan onder een stelsel van vaste wisselkoersen gevrijwaard zouden zijn van buitenlandse schokken, maar deze hoop bleek ijdel. In het huidige systeem van flexibele wisselkoersen zijn vier transmissiemechanismen van belang:

- stimulerende maatregelen leiden tot bestedingseffecten in het buitenland;
- (verwachtingen met betrekking tot) stimulerende maatregelen hebben invloed op de interestvoet en de wisselkoers;

- interest- en wisselkoersmutaties beïnvloeden met een zekere vertraging reële variabelen; en
- wisselkoers- en renteveranderingen hebben ook invloed op het binnenlandse prijspeil hetgeen mede de concurrentiepositie beïnvloedt.

Theorie

De relatieve sterkte en de vorm van de hierboven genoemde transmissiemechanismen bepalen hoe en in welke mate het macro-economische beleid van een bepaald land doorwerkt op de economie van een ander land. Canzoneri en Gray onderscheiden drie representatieve gevallen van overloopeffecten:

- *symmetrisch positief*. Een expansie in het ene land leidt tot positieve effecten in het andere land, terwijl expansie in het andere land positieve effecten in het eerste land tot gevolg heeft;
- *symmetrisch negatief*. Een expansie in het ene land leidt tot negatieve effecten op bij voorbeeld de productie en werkgelegenheid van het andere land en een expansie in het andere land heeft negatieve consequenties voor het eerste land. Een voorbeeld hiervan vormt het 'beggar-thy-neighbor'-beleid uit de jaren dertig; en
- *asymmetrisch*. Het beleid van land X heeft een positief effect op land Y, terwijl hetzelfde beleid gevoerd door land Y een negatief effect heeft op land X⁶.

Met behulp van het in de literatuur veelvuldig gehanteerde model van Mundell-Fleming kan worden aangetoond dat, gegeven de vooronderstellingen van flexibele wisselkoersen, volledige kapitaalmobiliteit en nominale loonrigiditeit, een expansief monetair beleid symmetrisch negatieve overloopeffecten tot gevolg heeft. Monetair expansie leidt namelijk tot een depreciatie van de valuta van het stimulerende land. Deze depreciatie zal het concurrentievermogen van andere landen negatief beïnvloeden.

Een expansief financieel overheidsbeleid heeft juist symmetrisch positieve overloopeffecten. De aard van de overloopeffecten is echter sterk afhankelijk van de gemaakte vooronderstellingen. Wordt bij voorbeeld de veronderstelling van nominale loonrigiditeit vervangen door de veronderstelling van volledige loonindexatie, dan zijn de overloopeffecten precies omgekeerd⁷.

4. Fischer, op.cit., blz. 5.

5. M. Wegner, Scope and limits of international economic policy coordination, *The World Economy*, nr. 10, 1987, blz. 283.

6. Zie M.B. Canzoneri en J.A. Gray, Monetary policy games and the consequences of non-cooperative behavior, *International Economic Review*, jrg. 26, blz. 547-565.

7. Zie bij voorbeeld J. Sachs, Wages, flexible exchange rates, and macroeconomic policy, *Quarterly Journal of Economics*, 1980, blz. 731-747.

In de literatuur wordt vaak aangenomen dat in de Verenigde Staten sprake is van nominale loonrigiditeit, terwijl voor Europa reële loonrigiditeit wordt verondersteld⁸. Dit leidt tot a-symmetrische overloopeffecten. Immers, onder deze vooronderstellingen leidt in het Mundell-Fleming model het Amerikaanse monetaire beleid tot positieve overloopeffecten en het Amerikaanse financiële overheidsbeleid tot negatieve overloopeffecten. Het Europese financiële overheidsbeleid heeft positieve overloopeffecten tot gevolg, terwijl het Europese monetaire beleid alleen leidt tot veranderingen in de nominale sfeer.

Het lijkt echter aannemelijk dat in een periode van geringe inflatie en een appreciatie ten opzichte van de dollar de veronderstelling van volledige loonindexatie voor Europa niet valt te handhaven⁹. Reële lonen zijn alleen in neerwaartse richting rigide. In dat geval hebben het monetaire en financiële overheidsbeleid zowel in de VS als in Europa negatieve respectievelijk positieve overloopeffecten. Evenzo bepaalt de gehanteerde veronderstelling ten aanzien van de mate van kapitaalmobiliteit in sterke mate het teken van de overloopeffecten¹⁰.

Het model van Mundell-Fleming in zijn oorspronkelijke formulering is niet zo geschikt om het probleem van de beleidscoördinatie te onderzoeken. In dit model spelen beleidsreacties van andere landen namelijk geen rol. Daarom wordt tegenwoordig in de theoretische literatuur over het coördinatievraagstuk dit model veelal in een speltheoretische context bestudeerd¹¹. Er wordt dan verondersteld dat een bepaald land bij het bepalen van zijn beleid rekening kan houden met de beleidsreacties in andere landen. De beleidsbepaling door de verschillende landen kan aldus gezien worden als een spel waarbij de afzonderlijke spelers aan de hand van hun nutsfunctie bepalen welke strategie de beste resultaten oplevert. De aard van het spel hangt af van het relatieve belang van de genoemde transmissiemechanismen en daarmee van de onderliggende structurele kenmerken van de afzonderlijke economieën. Indien geen rekening wordt gehouden met de beleidsreacties van andere landen, ontstaat het niet-coöperatieve of Nash-evenwicht. Dit is meestal Pareto-inefficiënt indien positieve of negatieve externe effecten bestaan¹². Coördinatie leidt dan tot een betere oplossing.

We kunnen dit, in navolging van Sachs, als volgt illustreren. Stel er zijn slechts twee landen, de VS en de rest van de wereld (RW). Beide landen waarderen een vergroting van hun productie in gelijke mate positief en een stijging van de inflatie in gelijke mate negatief. De toename van het nationale produkt (Q) is voor elk land slechts een positieve functie van de groei van de eigen geldvoorraad (M) en de groei van de geldvoorraad van het andere land (M*):

$$VS: Q = M + M^*$$

$$RW: Q^* = M + M^*$$

Dit betekent dat de overloopeffecten in dit voorbeeld symmetrisch positief zijn. De nutsfuncties zijn als volgt gespecificeerd:

$$VS: U = Q - 2E$$

$$RW: U^* = Q^* + 2E$$

waarbij E de verandering van de wisselkoers voorstelt (dollars per vreemde valuta) en $E = M - M^*$. Een vergroting van M of M* wordt op 1 gesteld en een verkleining op -1. Dit geeft onderstaande nutsmatrix:

Strategieën	RW		
	M*↑	M*↓	
VS	M ↑	(2,2)	(-4,4)
	M ↓	(4,-4)	(-2,-2)

De Pareto-optimale oplossing is dat beide landen hun geldvoorraad vergroten. De dominante strategie leidt echter tot de oplossing (-2, -2). Elk land verlaagt de eigen geldvoorraad, omdat dit optimaal is wanneer communicatie onmogelijk is. Aangezien dit echter voor beide landen geldt, is het eindresultaat dat zowel de VS als de rest van de wereld hun geldvoorraad verkleinen. Het niet-coöperatieve evenwicht gaat dus in dit voorbeeld gepaard met een te restrictief beleid.

Van belang is verder of sprake is van een statische dan wel een dynamische formulering van het probleem. In het laatste geval heeft de beslissing betrekking op verscheidene perioden. Vele studies kennen – in overeenstemming met bovenstaand voorbeeld – een statisch-symmetrische opzet. Hughes Hallet meent echter dat hierdoor de voordelen van coördinatie worden onderschat. Uitgaande van een asymmetrisch-dynamisch beslissingsproces concludeert hij dat als gevolg van de mogelijkheden van specialisatie in bepaalde beleidsinstrumenten en betere timing van diverse maatregelen de voordelen van coördinatie worden vergroot. De mogelijkheden voor specialisatie vloeien voort uit de veronderstelde asymmetrie, terwijl de dynamisering van het probleem het timingsaspect introduceert. In het model van Hughes Hallet leidt coördinatie tot de beste resultaten indien de VS zich toelegt op het monetaire beleid en Europa op het financiële overheidsbeleid¹³.

Naast asymmetrie met betrekking tot de effecten van het beleid, kan ook asymmetrie in gedrag bestaan. Er is sprake van asymmetrisch gedrag indien een bepaald land wel rekening houdt met het beleid van andere landen, maar waarbij deze op hun beurt het beleid van dat land als gegeven beschouwen. Het eerste land treedt dan op als leider en het tweede land volgt. Deze situatie leidt tot een zogenaamd Stackelberg-evenwicht. Over het algemeen betekent dit een betere uitkomst dan het Nash-evenwicht, maar een ongunstiger uitkomst dan een evenwicht waarbij gecoördineerde acties worden ondernomen. De beleidsvorming onder het Bretton-Woodsstelsel kan worden opgevat als een spel waarin de VS de leidersrol vervulde en de rest van de wereld volgde. Het mislukken van het Louvre-akkoord kan onder andere worden toegeschreven aan het ontbreken van duidelijk leiderschap in de huidige internationale economische verhoudingen.

Met behulp van de speltheorie kan dus aannemelijk worden gemaakt dat, indien landen op geen enkele wijze samenwerken en elkaars beleid als gegeven beschouwen, meestal Pareto-inefficiënte uitkomsten ontstaan. Deze conclusie geldt indien het beleid van het ene land direct of indirect invloed heeft op variabelen die zijn opgenomen in de nutsfunctie van het andere land. Indien de beleidseffecten over en weer een rol spelen in de nutsfuncties zal uit welvaartstheoretisch oogpunt een beter evenwicht tot stand komen indien beide landen op een adequate wijze

8. Zie bij voorbeeld F. van der Ploeg, *International interdependence and policy coordination in the OECD economies*, Tilburg, 1988.

9. Zie voor Nederland bij voorbeeld het CPB, *Centraal Economisch Plan 1987*, blz. 93-100.

10. Zie J. Sachs en C. Wyplosz, *Real exchange rate effects of fiscal policy*, *NBER Working Paper*, nr. 1255, 1984.

11. Zie bij voorbeeld de verschillende bijdragen in W.H. Buiters en R. Marston (red.), *International economic policy coordination*, Cambridge, 1985. Met name de hoofdstukken 4 tot en met 7 zijn relevant. Zie ook K. Hamada, *The political economy of international monetary interdependence*, Cambridge, 1985.

12. Voor een formele analyse zij verwezen naar R. Cooper en A. John, *Coordinating coordination failures in Keynesian models*, *Cowles Foundation Discussion Paper*, nr. 745, 1985. Gegeven identieke nutsfuncties is het bestaan van externe effecten een voldoende voorwaarde voor het bestaan van een welvaartsverhogend gecoördineerd evenwicht.

13. Zie A.J. Hughes Hallet, *Autonomy and the choice of policy in asymmetrically dependent economies*, *Oxford Economic Papers*, nr. 38, 1986, blz. 516-545.

hun beleid op elkaar afstemmen. Een belangrijke voorwaarde hierbij is dat beide landen het eens zijn over de vraag hoe de economische werkelijkheid eruit ziet en hoe bepaalde beleidsmaatregelen doorwerken. Daarmee is echter nog niet duidelijk hoe een gecoördineerde oplossing moet worden geëffectueerd.

Een interessant verschijnsel dat zich bij de onderhandelingen over coördinatie voor kan doen is strategisch gedrag. Hiermee wordt bedoeld dat een deelnemer aan het spel niet zijn werkelijke voorkeur kenbaar maakt. Zo menen sommige auteurs dat bondskanselier Schmidt in 1978 wel degelijk voorstander was van een stimulerend beleid in de Bondsrepubliek, maar uit binnenlands-politieke overwegingen het deed voorkomen alsof hij een dergelijke politiek niet voorstond. Schmidt kon de resultaten van de top in Bonn nu 'verkopen' als het resultaat van buitenlandse druk op de Westduitse regering.

Een probleem dat zich mogelijk bij onderhandelingen voordoet is dat elke deelnemer er voordeel bij heeft om vals te spelen. In het bovenstaande voorbeeld kan de VS bij voorbeeld besluiten om een eventuele afspraak om gezamenlijk een expansief beleid te voeren niet na te komen. Dit levert namelijk een hoger nut op. Deze neiging tot vals spelen is een voorbeeld van het zogenaamde 'time inconsistency'-probleem. Het is echter mogelijk dat de neiging tot vals spelen wordt beperkt in verband met het verlies aan geloofwaardigheid. Slechts indien de voordelen van vals spelen groter zijn dan de nadelen die voortvloeien uit het verlies aan geloofwaardigheid, gaat de beleidsmaker ertoe over om de verwachtingen van de andere partij omtrent zijn beleid niet te realiseren. Bij onvoldoende geloofwaardigheid hebben aankondigingen van beleidswijzigingen geen effect, omdat de andere partij de beleidswijziging niet gelooft en weigert zijn eigen beleid te veranderen. Een dergelijke situatie deed zich onlangs voor toen vlak na het verschijnen van de G-7-verklaring in december 1987, Reagans economische adviseur Beryl Sprinkel verklaarde dat binnenlandse overwegingen voor de VS momenteel belangrijker zijn dan buitenlandse en dat de Amerikaanse rente niet zal worden verhoogd.

Een soortgelijk probleem doet zich voor indien verschillende landen telkens verklaringen uitgeven ten einde financiële markten gerust te stellen en vervolgens hun beleid niet in de beloofde richting veranderen. In zo'n situatie hebben nieuwe verklaringen over de wenselijke koers van de dollar niet veel effect meer. De eerder genoemde verklaring van de G-7 van december 1987 had bij voorbeeld geen invloed op het sentiment van de dollarmarkt.

Rogoff gebruikt de 'time inconsistency'-benadering om te bewijzen dat in specifieke gevallen non-coöperatie zelfs tot betere uitkomsten kan leiden dan coördinatie¹⁴. In het algemeen kunnen we echter concluderen dat: "The game theory literature on policy coordination makes a convincing case that coordination is generally superior to non-cooperative policy making. But beyond that general principle, it provides no simple results showing how cooperative rules should operate"¹⁵.

Schattingen

Verschillende auteurs hebben getracht de potentiële welvaartsvoordelen van coördinatie te schatten met behulp van econometrische modellen die verscheidene landen omvatten. Fischer geeft een overzicht van de consequenties van monetaire en financiële stimulerende maatregelen in twaalf internationale econometrische modellen. Een belangrijke conclusie is dat het krachtigste effect optreedt ten gevolge van wijzigingen in de Amerikaanse financiële overheidspolitiek. Expansieve maatregelen leiden tot een ho-

gere productie binnen en buiten de VS, terwijl de interestvoet stijgt en de dollar apprecieert. De directe overloopeffecten zijn echter gering: een impuls van 1% van het BNP in de VS heeft tot gevolg dat het bnp in de overige OESO-landen stijgt met slechts 0,3%. De overloopeffecten op de Amerikaanse economie van een zelfde impuls buiten de VS zijn geringer. Zo verbetert de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans slechts met \$ 5 mrd.

Ten aanzien van de monetaire politiek geven de modellen zeer divergerende resultaten. Een monetaire impuls in de vorm van een groei van 4% van de Amerikaanse geldvoorraad geeft elders gemiddeld genomen de volgende effecten: lager bnp, lagere inflatie, lagere rente.

Gegeven de geringe directe overloopeffecten is het niet zo vreemd dat diverse auteurs slechts geringe welvaartsvoordelen van coördinatie vinden. Oudiz en Sachs hebben het meerlandenmodel (MCM) van de Federal Reserve en het model van het Japanse Economic Planning Agency (EPA) gebruikt als basis voor hun empirische schattingen¹⁶. De basisprojectie voor de periode 1984-1986 wordt opgevat als het niet-coöperatieve Nash-evenwicht. Op basis hiervan worden de gewichten in de nutsfuncties – waarin inflatie, economische groei en het saldo op de lopende rekening als variabelen zijn opgenomen – voor de autoriteiten in Japan, de VS en de Bondsrepubliek bepaald. De voordelen die ontstaan indien genoemde landen over de periode 1984-86 een beleidsovereenkomst sluiten zijn gering. Het welvaartsvoordeel voor de VS is 0,17% (0,03) van het bnp per jaar volgens het MCM-model. Voor Japan is de winst het grootst: 0,99% (0,37), terwijl de Bondsrepubliek een welvaartsvoordeel ondergaat van 0,37% (0,03). De cijfers tussen haakjes geven de welvaartsvoordeel volgens het EPA-model. De welvaartsvoordeel komt in dit model aanzienlijk lager uit.

Bij deze resultaten dienen enkele kanttekeningen te worden geplaatst. In de eerste plaats leidt een depreciatie van de dollar eerst na enige tijd tot reële aanpassingsprocessen. Op de korte termijn zijn de effecten hiervan waarschijnlijk gering. Indien coördinatie leidt tot meer rust op het valutafrent, worden de voordelen van coördinatie op de wat langere termijn onderschat. In de tweede plaats spelen in de gehanteerde econometrische modellen vertrouwensoverwegingen meestal geen rol van betekenis, terwijl deze juist van groot belang zijn in verband met excessieve wisselkoersfluctuaties en schommelingen van de koersen op effectenbeurzen. Indien coördinatie leidt tot meer rust op financiële markten, kunnen de voordelen van coördinatie – zeker op de wat langere termijn – ook vanuit dit oogpunt aanmerkelijk groter zijn dan uit genoemde empirische schattingen volgt.

Brandsma en Pijpers hebben een soortgelijke benadering gevolgd als Oudiz en Sachs, maar hanteren beslissingsregels in een dynamische context. Uit hun berekeningen blijkt dat coördinatie (in de zin van Cooper) een hogere groeivoet oplevert voor de VS over de periode 1974-1978, maar een iets lagere voor de EG-landen. Het verschil

14. Zie K. Rogoff, Can international monetary policy cooperation be counterproductive?, *Journal of International Economics*, nr. 18, 1985, blz. 199-217.

15. Fischer, op. cit., blz. 23. De speltheoretische benadering wordt overigens niet door iedereen als zinvol omschreven. Zie bij voorbeeld M. Darby, International policy coordination and transmission: a review, *Oxford Economic Papers*, nr. 38, 1986, blz. 545-551.

16. Zie G. Oudiz en J. Sachs, Macroeconomic policy coordination among the industrial nations, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984, nr. 1, blz. 1-64. Beide modellen leveren de eerdergenoemde conclusies van het Mundell-Fleming-model met algemene nominale loonrigiditeit op ten aanzien van stimulerende financiële en monetaire maatregelen.

tussen coördinatie en coöperatie (in de zin van Cooper) is zeer gering¹⁷.

De toekomst van coördinatie

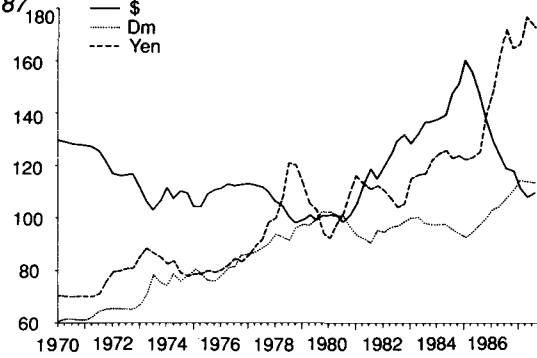
Vele voorstanders van het systeem van flexibele wisselkoersen beweerden dat dit systeem een land relatief zou afschermen van de effecten van buitenlandse beleidsveranderingen en dus beleidscoördinatie overbodig zou maken. Uit het vorenstaande is gebleken dat dit niet waar is. De wederzijdse afhankelijkheid is nog groter dan in het voorgaande naar voren kwam. Immers, door de toegenomen kapitaalmobiliteit wordt de ontwikkeling van de wisselkoersen tegenwoordig niet alleen bepaald door de saldi op de lopende rekening, maar ook door kapitaalstromen die zich gedurende langere tijd onafhankelijk van de onderliggende reële factoren kunnen ontwikkelen. Zij worden soms vooral bepaald door relatief autonome psychologische factoren.

Het beeld dat de macroeconomische politiek van de grote landen oproept kan hier als voorbeeld worden genoemd. Bovendien kunnen de kapitaalstromen heel grillig zijn en snel van richting veranderen. Het gevolg van de toegenomen kapitaalmobiliteit is daarom in de eerste plaats een grotere onzekerheid in de internationale handel. In de tweede plaats is de mogelijkheid ontstaan van hardnekkige onevenwichtigheden op de lopende rekening van de betalingsbalans. In de derde plaats kunnen grote wisselkoersfluctuaties (zie figuur 1) leiden tot protectionistische tendenties. De huidige wisselkoers- en betalingsbalansonevenwichtigheden passen in dit beeld. Zij zijn met name veroorzaakt door de in de Verenigde Staten gehanteerde 'policy mix' en het daardoor aanvankelijk opgeroepen beeld van een sterke economie, dat later omsloeg in het tegendeel.

De problemen die een systeem van flexibele wisselkoersen bij mobiel kapitaalverkeer met zich mee kan brengen zijn niet tijdelijk, maar structureel. Daarom is het wenselijk om alternatieven voor het huidige wisselkoerssysteem serieus te overwegen. Volledig vaste wisselkoersen vormen geen goed alternatief, zoals de ervaringen met het systeem van Bretton Woods afdoende duidelijk hebben gemaakt. Daarom pleiten sommige economen voor invoering van zogenaamde doelzones voor de wisselkoersen¹⁸. Over onderling consistente wisselkoersen (en aanpassing daarvan) zou onderhandeld moeten worden. De wisselkoersen zouden mogen fluctueren binnen een marge van bijvoorbeeld 10% boven of beneden de afgesproken wisselkoers. Zodra de bandgrenzen worden bereikt, moet via interventies en wijziging van de monetaire politiek worden ingegrepen. In sommige versies van het voorstel is overigens nadrukkelijk de mogelijkheid opengehouden dat niet zal worden ingegrepen, ten einde mogelijke speculaties gebaseerd op dergelijke interventies minder kans van slagen te geven.

Het idee van doelzones beoogt de voordelen van vaste en zwevende wisselkoersen te combineren. Wil een dergelijk voorstel enige kans van slagen hebben, dan moet naar onze mening aan minstens twee voorwaarden zijn voldaan. In de eerste plaats moeten de deelnemende landen bereid zijn hun economische beleid op elkaar af te stemmen. Coördinatie van economische politiek kan naar onze mening een belangrijke bijdrage leveren aan het beter functioneren van de wereldeconomie. Het is belangrijk dat deze coördinatie geloofwaardig is, want bij onvoldoende vertrouwen dat beleidscorrecties zullen worden doorgevoerd, zullen speculatieve kapitaalstromen ontstaan die het beleid gericht op stabiele koersen kunnen frustreren. Een antwoord op een dergelijke situatie zou natuurlijk een

Figuur 1. Effectieve nominale wisselkoersen (1980 = 100), 1970-87



beperking van de vrijheid van kapitaalstromen kunnen zijn. (Zo namen de Italiaanse autoriteiten medio september enkele beperkende maatregelen inzake het kapitaalverkeer ten einde de druk op de lire te doen verminderen.) Een dergelijk beleid heeft echter wel zijn prijs, omdat het nauwelijks goed mogelijk is te discrimineren tussen 'evenwichtige' en 'onevenwichtige' kapitaalstromen. In de tweede plaats moeten de landen het onderling redelijk eens zijn over een aantal zaken, bij voorbeeld over de werking van een economie, over de gevolgen van beleidswijzigingen en over de vraag wat redelijk evenwichtige wisselkoersen zijn. Dat laatste is overigens niet eenvoudig. Economen verschillen momenteel namelijk fundamenteel van mening over de vraag wat de evenwichtskoersen zouden moeten zijn.

Indien niet aan beide genoemde voorwaarden is voldaan is het onzes inziens beter om een systeem van doelzones of enig ander systeem waarin afspraken over de wisselkoersen worden gemaakt niet in te voeren. Indien een dergelijk systeem namelijk mislukt, wordt de kans van slagen van latere pogingen om afspraken te maken over wisselkoersen wel bijzonder klein. Zoals in het redactionele commentaar van *The Economist* onlangs werd gesteld: "The market crash taught ... that the pretence of policy cooperation can be worse than nothing, and that until real cooperation is feasible (i.e. until governments surrender some economic sovereignty) further attempts to peg currencies will flounder."¹⁹

Op dit moment is niet aan de voorwaarden voldaan om tot succesvolle afspraken over de wisselkoersen te komen. De politieke wil om tot coördinatie van economische politiek te komen lijkt te ontbreken en waar geen wil is, is ook geen weg. Bovendien is geen sprake van een duidelijk politiek leiderschap. In zo'n situatie is handhaving van het systeem van flexibele wisselkoersen het enige alternatief.

Voor een blijvende evenwichtige ontwikkeling van de wereldeconomie is het noodzakelijk dat het vertrouwen van de financiële markten duurzaam wordt hersteld. Daarvoor is het van groot belang dat het Amerikaanse begrotingstekort op een geloofwaardige wijze wordt verminderd. Een

17. A.S. Brandsma en J.R. Pijpers, Coordinated strategies for economic cooperation between Europe and the United States, *Weltwirtschaftliches Archiv*, nr. 121, 1985, blz. 661-681. Recent hebben Besseling en Brandsma de veronderstelling van een nutsfunctie voor de gehele overheid laten vallen. Monetaire en fiscale autoriteiten hebben verschillende nutsfuncties. Aan de hand van het CPB-wereldmodel gaan zij vervolgens na welke voordelen de verschillende mogelijke vormen van coördinatie hebben. Zie P.J. Besseling en A.S. Brandsma, Macroeconomic models and the international coordination of fiscal and monetary policy, gepresenteerd op de Economic Modelling Conference, Amsterdam, 1987.

18. Zie bij voorbeeld J. Williamson en M.H. Miller, *Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy*, Institute for International Economics, september 1987.

19. *The Economist*, 9 januari 1988, blz. 9.

groep van 33 vooraanstaande economen uit 13 verschillende landen stelde onlangs: "... The aim should be to achieve a balanced 'structural' budget by Fiscal Year 1992. ... We wish to emphasize that the cuts should be calculated and implemented in terms of the structural, not the actual, budget deficit. If the actual deficit does not fall as much as expected because of a weaker level of economic activity, as is quite possible, this can and should be ignored as long as a credible program to reduce the structural deficit to zero by the early 1990's is firmly in place and being implemented faithfully. ... To restore confidence in currency, bond, and equity markets, it is essential that Congress legislate in advance the expenditure reductions and tax increases..."²⁰. Op 20 november 1987 sloten president Reagan en enkele leiders in het Congres op het laatste moment een begrotingsakkoord dat voorziet in tekortverminderende maatregelen van totaal \$ 76 mrd. in twee jaar tijd. Dit bedrag bestaat uit een combinatie van belastingverhogingen, bezuinigingen, verkoop van overheidsactiva en andere maatregelen. In december nam het congres de twee wetsontwerpen aan die uitvoering moeten geven aan dit akkoord. In het Huis van Afgevaardigden stemden echter 209 afgevaardigden voor en 208 tegen de Spending Bill. Een dergelijke stemverhouding wekt natuurlijk niet veel vertrouwen dat de noodzakelijke additionele maatregelen om het tekort terug te dringen ook zullen worden genomen.

Een reductie van het Amerikaanse begrotingstekort leidt tot vraaguitval in Europa als hier sprake is van nominale loonrigiditeit en als van een verlaging van het Amerikaanse begrotingstekort niet al te sterke positieve vertrouwens-effecten op de dollar uitgaan. In dat geval zou stimulering door enkele landen in Europa zinvol kunnen zijn. Een gecoördineerd Europees beleid onder leiding van de Bonds-

republiek heeft, gezien de grote interdependentie binnen West-Europa, belangrijke voordelen, zoals ook in de laatste *Economic Outlook* van de OESO wordt betoogd. De regering in Bonn lijkt echter niet van plan aan deze druk toe te geven, zodat ook de mogelijkheden voor een beleidsafpraak tussen Europese landen momenteel gering zijn. Het lijkt er inderdaad op – zoals Van der Geest constateerde – dat er niet veel anders op zit "dan te wachten tot de interne onevenwichtigheden in met name de Amerikaanse economie zijn verdwenen en intussen de aandacht te richten op het bereiken van zo groot mogelijke stabiliteit binnen het eigen valutablok."²¹. Pas op dat moment kunnen succesvolle stappen gezet worden op de weg naar duurzame beleidscoördinatie en een meer evenwichtig internationaal monetair bestel.

**H. Garretsen
J. de Haan
L.H. Hoogduin**

20. *Resolving the global economic crisis: after Wall Street*, Institute for International Economics, Special Report 6, december 1987, blz. 6.

21. L. van der Geest, Stabiele wisselkoersen, *ESB*, 13 januari 1988.