

Monetaire integratie

Eind jaren zestig leefde in de Europese Gemeenschap de gedachte dat het integratieproces op betrekkelijk korte termijn zou kunnen uitmonden in een volledige economische en monetaire unie met een gemeenschappelijke Europese munt.

Inmiddels zijn de verwachtingen minder hoog gespannen. Het zal al een hele toer zijn om in 1992 de interne markt met volledig vrij kapitaalverkeer te verwezenlijken en tevens een redelijke mate van wisselkoersstabiliteit binnen het EMS te behouden. Dit vergt onder meer dat de regulering van de liquiditeitenmassa en het budgettaire beleid binnen de lidstaten beter op elkaar wordt afgestemd. Niettemin is de auteur optimistisch over de voortgang van de monetaire integratie. Er liggen mogelijkheden voor een verdere uitbouw van het EMS in het verschiet.

PROF. DR. C.J. RIJNVOS*

Wie zich verdiept in de monetaire integratie zoals die sinds het begin van de jaren zeventig binnen de Europese Gemeenschap gestalte krijgt, stelt onwillekeurig de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” Aanvankelijk leek het gemakkelijk hierop een antwoord te geven. Op 1 juli 1968 kwam binnen de EG een douane-unie tot stand. In zo'n unie zijn de onderlinge invoerrechten afgeschaft. Tegenover de niet-deelnemende landen geldt een gemeenschappelijk buitentarief. Verder worden de inkomsten uit invoerrechten volgens overeenkomst tussen de lidstaten verdeeld. Aanvankelijk gold deze unie als het EG-ideaal. Na de verwerkelijking in 1968 was het nodig een nieuw perspectief te formuleren. Als de integratie van gemengde volkshuishoudingen een hoge graad bereikt zal deze uitmonden – dat was de conclusie van de bezinning op de situatie na 1968 – in een economische en monetaire unie.

De Groep-Werner omschreef de economische en monetaire unie in 1970 als volgt:

- vanuit economisch gezichtspunt vormt de unie een zone met een vrij verkeer voor personen, goederen, diensten en kapitalen zonder concurrentievervalsing, waarbinnen regionale en structurele onevenwichtigheden zoveel mogelijk worden vermeden;
- vanuit monetair gezichtspunt is de unie een gebied, waarbinnen de wisselkoersen tussen de valuta's onherroepelijk vast liggen en waarin volledige convertibiliteit bestaat. Dit impliceert - hier ligt een link met de unie vanuit economisch gezichtspunt - een vrij kapitaalverkeer. In wezen hebben de valuta's hun nationale karakter dan verloren. Zij zijn Europees geworden. De vervanging van de nationale valuta's door een supranationale munt is dan nog slechts een monetair-technische aangelegenheid.

De verwerkelijking van deze unie werd als nieuwe langetermijndoelstelling door de Gemeenschap aanvaard. Daarmee leek de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” wat betreft de monetaire integratie beantwoord.

Het zou gaan om de creatie van één geldeenheid voor de gehele EG; het zou een 'Phoenix' worden of een 'Euro' dan wel een ecu. In deze benaderingswijze – aldus kan

evaluerend worden vastgesteld – school een bepaalde visie op het integratieproces.

Integratie en vrijheid

Algemeen gesproken is integratie een in vrijheid genomen besluit tot toenadering. Met een bepaalde vanzelfsprekendheid betekende vrijheid in de beginjaren van de EG conform traditionele liberale opvattingen nog overwegend individuele ongebondenheid. Vanuit dit gezichtspunt is economische integratie toenadering in die zin dat landen gemeenschappelijk een markteconomie creëren. Het gaat hierbij – in termen van, onder andere, de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid – uitsluitend om negatieve integratie oftewel het wegnemen van nationale belemmeringen om tot één markt te komen 2). Geheel in overeenstemming hiermee leefde in het begin van de jaren zeventig de gedachte dat de economische en monetaire unie volgens een rechttoe rechtaan-programma moest worden gerealiseerd. Als met betrekking tot de monetaire integratie de vraag werd gesteld: „Waar zijn wij mee bezig?” was het antwoord kort en duidelijk: Wij creëren volgens een concreet programma een EG-geldeenheid.

Deze opvatting was echter fundamenteel niet in overeenstemming met de realiteit. Anders dan de traditionele liberale opvatting betekent binnen de vigerende gemengde volkshuishouding vrijheid ontplooiing in concrete omstandigheden, mede globaal gericht op de verwerkelijking

* Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

1) 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, *Publikatieblad EG*, 1970, nr. C 136/1, par. III.

2) Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *De onvoltooid Europese integratie*, 's-Gravenhage, 1986, blz. 7.

van lange termijn doelstellingen; dit is de democratische vrijheidsidee. Zolang binnen de Gemeenschap met negatieve integratie – vooral het opruimen van handelsbelemmeringen – kon worden volstaan, was het onderscheid tussen de liberale en de democratische vrijheidsopvatting nog slechts van beperkte betekenis voor het praktische beleid. Maar na de voltooiing van de douane-unie was dat in steeds mindere mate het geval en was ook positieve integratie – het voeren van een gemeenschappelijk, of door de Gemeenschap gecoördineerd, beleid nodig. Daarmee veranderde de situatie. Positieve integratie van gemengde volkshuishoudingen is als proces iets geheel anders dan het op basis van vrijheid in één richting rechttoe rechtaan afwerken van een bepaald program. Binnen een democratisch-vrije Gemeenschap worden lange-termijnidealen geformuleerd in het kader van een bezinning op de actuele situatie en gewenste ontwikkelingslijnen. Deze idealen bevinden zich zeker in de beginfase – zoals onzerzijds met betrekking tot de economische en monetaire unie nader uiteengezet 3) – vooralsnog buiten de 'clock time'. Een concreet program ter verwezenlijking van het doel binnen een bepaalde kalenderperiode is dan nog niet mogelijk. Deze beperkte realiseringmogelijkheden vormen geen ideologische desillusie, maar zijn aanvaardbaar vanuit een respect voor de vrijheid in een democratisch kleed, die verhindert dat mogelijke toekomstige ontwikkelingen in een strak keurslijf worden gestoken. Het integratieproces heeft daarmee een geheel andere strekking dan de rechttoe rechtaan-afwerking van een bepaalde agenda.

Korte en lange termijn

Conform het democratisch vrijheidsbegrip geven wij – rekening houdende met het verleden – op eigen initiatief ter voldoening aan concrete behoeften het heden inhoud mede gelet op de toekomst. De vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” krijgt met betrekking tot de monetaire integratie nu een ander antwoord dan voorafgaand. Het gaat nu om een gesynchroniseerde oplossing van korte-termijnproblemen – zoals het verhogen van onderlinge wisselkoersstabiliteit – en het streven naar verwerkelijking van het lange-termijn ideaal. Deze wijziging in het antwoord op de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” was reeds in het begin van de jaren zeventig merkbaar. Reeds vóór de dollar-crisis van mei 1971 besloten de EG-partners tot margevernauwing bij de wisselkoersvorming. De vernauwing – als eerste stap ter verwezenlijking van de economische en monetaire unie – zou ingaan op 15 juni 1971. Dit voornemen kon echter niet worden uitgevoerd omdat op die dag de Westduitse mark en de gulden zweefden in reactie op de dollarcrisis. Op 18 december 1971 kwam het zogenaamd 'Smithsonian agreement' tot stand met een voorlopige restauratie van het Bretton Woodsstelsel. Daarbij werden nieuwe spelkoers vastgesteld met een bandbreedte van 4½%. Hieruit vloeide een wisselkoersmarge voort tussen de niet-Amerikaanse valuta's van 9%. Deze was binnen de EG uiteraard onaanvaardbaar groot. Op praktische gronden werd met de 'slang in de tunnel' besloten tot een halvering. Het een en ander betekende een wisselkoersmarge van maximaal 4½% in de loop van de tijd ('de tunnel') en van hoogstens 2¼% van dag tot dag ('de slang').

De wijziging in het antwoord op de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” is hiermee duidelijk. Terwijl in het wisselkoersarrangement weliswaar de klemtoon lag op de oplossing van actuele vraagstukken, was het mede gericht op de verwezenlijking van de economische en monetaire unie als lange-termijn doelstelling. Dat was zelfs de strekking van het arrangement als zodanig. Er was immers een essentieel verschil met de Bretton Woods-overeenkomsten. Deze vormden de uitdrukking van een 'basket-system' met een centrale valuta – de dollar – als lijdelijk middelpunt, waartegenover alle overige deelnemende valuta's een bepaalde koersverhouding vaststelden en handhaafden. De Bretton Woods-overeenkomsten waren gericht op

de verwezenlijking van een internationale monetaire orde waarin elk land zich, door de vaststelling en handhaving van een officiële koers tegenover de dollar, individueel voegde. Het 'slang in de tunnel'-systeem was van geheel andere aard. De vaststelling van officiële koersen was een gemeenschappelijke aangelegenheid. Voorts moesten de interventies ter handhaving van de koers in onderling overleg plaats hebben. Daarmee viel de keuze op een 'parity grid system', waarbij tussen alle deelnemende valuta's een direct verband bestaat, omdat elk land officiële wisselkoersverplichtingen tegenover alle overige partnervaluta's aangaat. Het 'slang in de tunnel'-systeem bevatte voorts een impliciete wens tot creatie van een supranationaal monetair instituut. Tevens bevatte het een vrij sterke verbinding – dat bleek al spoedig in de praktijk – van renteniveaus en monetair-politieke maatregelen. Zo paste het systeem voor de oplossing van korte-termijnvraagstukken, alsmede met betrekking tot lange-termijnperspectieven voor de Gemeenschap.

Monetaire splitsing

Met een enthousiasme, dat deed denken aan nieuwe bezems die schoon vegen, startte het 'slang in de tunnel'-systeem op 24 april 1972 met de zes toenmalige EG-landen als deelnemers, alsmede Denemarken, Engeland, Ierland en Noorwegen. Echter in 1978 participeerden nog slechts West-Duitsland, Denemarken, de Benelux en Noorwegen. Er was een monetaire gespletenheid ontstaan tussen de slang- en de niet-slanglanden. De eerstgenoemde groep kon alleszins redelijk monetair-stabiele verhoudingen handhaven met een relatief beperkte inflatiegraad. Dat was duidelijk het geval met de Bondsrepubliek en de Beneluxlanden. De niet-slanglanden – in het bijzonder Italië en Engeland – ontwikkelden zich in de richting van monetaire instabiliteit met een verontrustend grote inflatie en een ontmoedigende wisselkoersverslechteringen. Op deze gespletenheid volgde in de jaren 1977/1978 een ontregelende daling van de dollarkoers, hetgeen leidde tot – onder andere – een omvangrijke vraag naar de Westduitse mark. In het kader van het 'slang in de tunnel'-arrangement trok de DM de overige participerende valuta's – overigens niet zonder spanningen – mede omhoog. Het resultaat van dit alles was – althans wat betreft de invloed van het dollarverval op de monetaire verhoudingen binnen de EG – een verscherping van de monetaire splitsing van de Gemeenschap. Gerekend vanaf 18 december 1971 was per 31 december 1976 de koers van de gulden ten opzichte van de dollar gestegen met 11,9% en per 31 december 1978 met 33,7% resp. 33,8%. Zo voltrok zich een scherpe koersstijging van de slangvaluta's in 1977/1978. Een geheel ander beeld bood de positie van de niet-slangvaluta's. De koers van het Engelse pond daalde van 18 december 1971 tot 31 december 1978 ten opzichte van de dollar met 31,5% en van de Italiaanse lire met 37,9%. Zo ontstond in de periode 1971-1978 een verschil in wisselkoersontwikkeling tussen de slang- en de niet-slanglanden van 65%. De EG was monetair gespleten.

Hiermee kwam de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” in een nieuw licht. Het ging niet alleen om het oplossen van actuele problemen door het vergroten van de onderlinge wisselkoersstabiliteit en – tegelijkertijd – een stap in de richting van de economische en monetaire unie. De lotgevallen van de 'slang in de tunnel' inspireerden tevens tot de vraag naar behoud van het bereikte. De wisselkoersstabiliteit, die in 1972 werd gecreëerd, was voor een goed deel verloren gegaan, als gevolg waarvan herstel nodig was. Daartoe trad op 13 maart 1979 het Europees Monetair Systeem in werking. Alle EG-partners, met uitzonde-

3) C.J. Rijnvos, Het tijdsfelement in de Europese integratie, *Nieuw Europa*, september 1987.

ring van Engeland – aanvaardden een onderlinge officiële wisselkoersmarge van 4½%; voor Italië werd een marge van 12% vastgesteld. Het 'parity grid-system' bleef hierbij intact. Ofschoon gestadig druk op Engeland wordt uitgeoefend om officiële wisselkoersverplichtingen binnen het EMS te aanvaarden zal het – getuige recente uitlatingen van premier Thatcher – nog wel enige tijd duren voordat daartoe wordt overgegaan.

Europees Monetair Stelsel

Het is nu nog interessant dat bij de voorbereiding van het EMS van Engelse zijde scherp is aangedrongen op aanvaarding van het 'basket-system'. De European currency unit – de ecu – zou een plaats krijgen in het EMS, vergelijkbaar met de positie van de dollar in de Bretton Woods-overeenkomsten.

Elke EMS-deelnemer zou met een grote mate van zelfstandigheid zorgen voor een bepaalde koersverhouding ten opzichte van de ecu. Hiertegenover rezen vooral van Westduitse zijde praktische bezwaren. Het 'basket-system' zou betekenen dat – vanwege de sterke mark – de Bondsrepubliek vrijwel steeds zwakke valuta's diende op te kopen, respectievelijk te revalueren. Binnen het streven naar wisselkoersstabiliteit op korte termijn was het 'basket-system' niet aantrekkelijk. Tevens had bij de aanvaarding van dit systeem de Gemeenschap haar keuze laten vallen op een individueel nationalistisch stelsel. Uiteraard zou dat niet in overeenstemming zijn geweest met de gewenste ontwikkeling van de Gemeenschap op lange termijn in de richting van een economische en monetaire unie. Door de handhaving van het 'parity grid system' deed de EG met betrekking tot de monetaire integratie op korte en op lange termijn een goede keuze.

Daarbij bleef het wel een open vraag of de monetaire integratie met voldoende economische eenheid binnen de Gemeenschap gestalte zou krijgen. Hierin school een herinnering aan de controverse tussen economen en monetaristen, die reeds in 1969/1970 aan het licht trad. Volgens eerstgenoemden moet de verwezenlijking van de unie beginnen op het economische vlak; de monetaire eenwording volgt later als kroon op het werk. De economen zijn aanhangers van de "Krönungstheorie". De monetaristen willen het omgekeerde. Zij prefereren een realisering van de unie op het monetaire terrein; de economische eenwording volgt later. De monetaristen zijn aanhangers van de "Grundsteintheorie". Op de keper beschouwd gaat het hierbij om een onvruchtbare tegenstelling. De economen en monetaristen geven op de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?" een eenzijdig, onbevredigend antwoord. Het is nodig op het economische en monetaire vlak gelijktijdig en met nauwe onderlinge afstemming te integreren.

Vanuit dit gezichtspunt gaat nu de aandacht uit naar de wisselkoersvorming binnen het EMS. Conform de aard van het EMS als een 'parity gridsystem' is de vaststelling van wisselkoersen een gemeenschappelijke aangelegenheid, die internationaal overleg vereist. Tot begin 1982 had het gesprek in EMS-verband over wisselkoersaanpassingen in hoge mate een monetair-technisch karakter en was het grotendeels beperkt tot de vaststelling van re- en devaluatiepercentages. Met de devaluatie van de Belgische franc op 21 februari 1982 ter grootte van 8½% kwam hierin verandering. Het beraad over de koersaanpassing van de Belgische franc had als achtergrond dat de devaluatie moest fungeren als een 'shock' ter ondersteuning van een binnenlands saneringsbeleid, hoewel de stand van de lopende rekening en het inflatieniveau zeker niet noopten tot opwaardering. Drie maanden daarna eiste Frankrijk, met uittreden als dreigement, dat – geheel onnodig – de zwakte van de franc zou worden geëlimineerd door een revaluatie van de mark en de gulden. Aldus geschiedde en daarmee kreeg het overleg binnen het EMS vooral een politieke strekking.

Tabel. EMS-wisselkoerswijzigingen als procentuele re- en devaluaties tegenover de ecu

Datum	Procentuele veranderingen per valuta						
	DM	Ffr	Nkr.	lire	I. £	Dkr	Bfr.
22-03-81	-	-	-	-6, =	-	-	-
09-10-81	+5,5	-3	+5,5	-3	-	-	-
21-02-82	-	-	-	-	-	-3	-8,5
12-06-82	+4,25	-5,75	+4,25	-2,75	-	-	-
21-03-83	+5,5	-3,5	+3,5	-2,5	-3,5	+2,5	+1,5
22-07-85	+2	+2	+2	-6	+2	+2	+2
06-04-86	+3	-3	-3	-	-	+1	+1
02-08-86	-	-	-	-	-8	-	-
11-01-87	+3	-	+3	-	-	-	+1

Verpolitiekt EMS

Sinds begin 1982 zijn de EMS-wisselkoersaanpassingen dikwijls bedenkelijke combinaties van re- en devaluaties. Dit is een negatieve consequentie van het verpolitiekte wisselkoersoverleg. Economisch en monetair zwakke landen zullen in een relatief geringe devaluatie onvoldoende inspiratie vinden – zoals de ervaring intussen leert – voor een effectief herstelbeleid. De accentverlegging in politieke richting had echter ook een positief effect. De vraag werd gesteld of het geen aanbeveling verdient de devaluatie-nazorg mede tot overlegthema te maken. Daarmee zou het EMS op een constructieve wijze kunnen bijdragen aan de coördinatie van het economisch beleid binnen de Gemeenschap. Het was bemoedigend dat de devaluatie van het Ierse pond op 2 augustus 1986 een overleg opleverde dat in deze richting ging. Plannen tot wisselkoersaanpassing binnen het EMS zouden worden getoetst aan vier criteria:

- is een wisselkoerswijziging nodig in verband met de algemene economische situatie van het land?
- is de voorgestelde omvang van de wisselkoerswijziging aanvaardbaar? Een afwaardering mag niet zo groot zijn dat zij een intern herstelbeleid gedurende enige tijd onnodig maakt en niet zo klein, dat reeds spoedig een nieuwe aanpassing nodig is;
- is het tijdstip van indiening van het wisselkoerswijzigingsvoorstel juist gekozen? Het gaat hierbij vooral om tijdigheid in die zin dat valutaspeculatie mogelijkerwijs kan inspireren tot een grotere devaluatie dan eigenlijk nodig is;
- zijn de voornemens met betrekking tot het voorgenomen herstelbeleid voldoende? Hierbij gaat het vooral om de beleidslijn, die een land na een devaluatie zal volgen ter verder herstel van het economisch evenwicht.

De aanvaarding van deze criteria is van positieve betekenis, maar intussen leert de ervaring dat de toepassing ervan te wensen overlaat. In het begin van 1987 ontstonden spanningen rondom de Franse franc. Weliswaar was deze niet echt zwak. Frankrijk had een lopende-rekeningoverschot en een beperkte inflatie. Maar interne spanningen, zoals een studentenopstand en treinstakingen, zorgden voor een neerwaartse koersdruk. Voor zover een wisselkoersaanpassing nodig was diende dan ook de Franse franc te devalueren. Dat geschiedde echter niet. De Westduitse mark en de Nederlandse gulden revalueerden met 3%. Hieruit kan worden afgeleid dat een goede afstemming van de economische en monetaire eenwording nog steeds een zwakke ste is in het EG-integratieproces. In feite is op beide terreinen nog niet veel bereikt. Ondanks het gebruikelijke enthousiasme over het EMS, is de monetaire integratie nog maar beperkt voortgeschreden. Er is in feite nog niet veel meer bereikt dan een wisselkoersarrangement. Aan de voornemens tot uitbouw van het EMS, die zó plechtig zijn geformuleerd in 1979 – zoals een pooling

van de reserves en de vorming van een Europees Monetair Fonds als voorloper van een EG-centrale bank – is tot dusver geen gevolg gegeven. Voorts is het de vraag of de ecu – gegeven de waardedaling van f. 2,82 naar f. 2,34 – de rol van voorloper van een EG-geldeenheid kan spelen.

Interne markt

Deze zwakte van de monetaire integratie binnen de Gemeenschap is van belang voor de toekomstige beantwoording van de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?”.

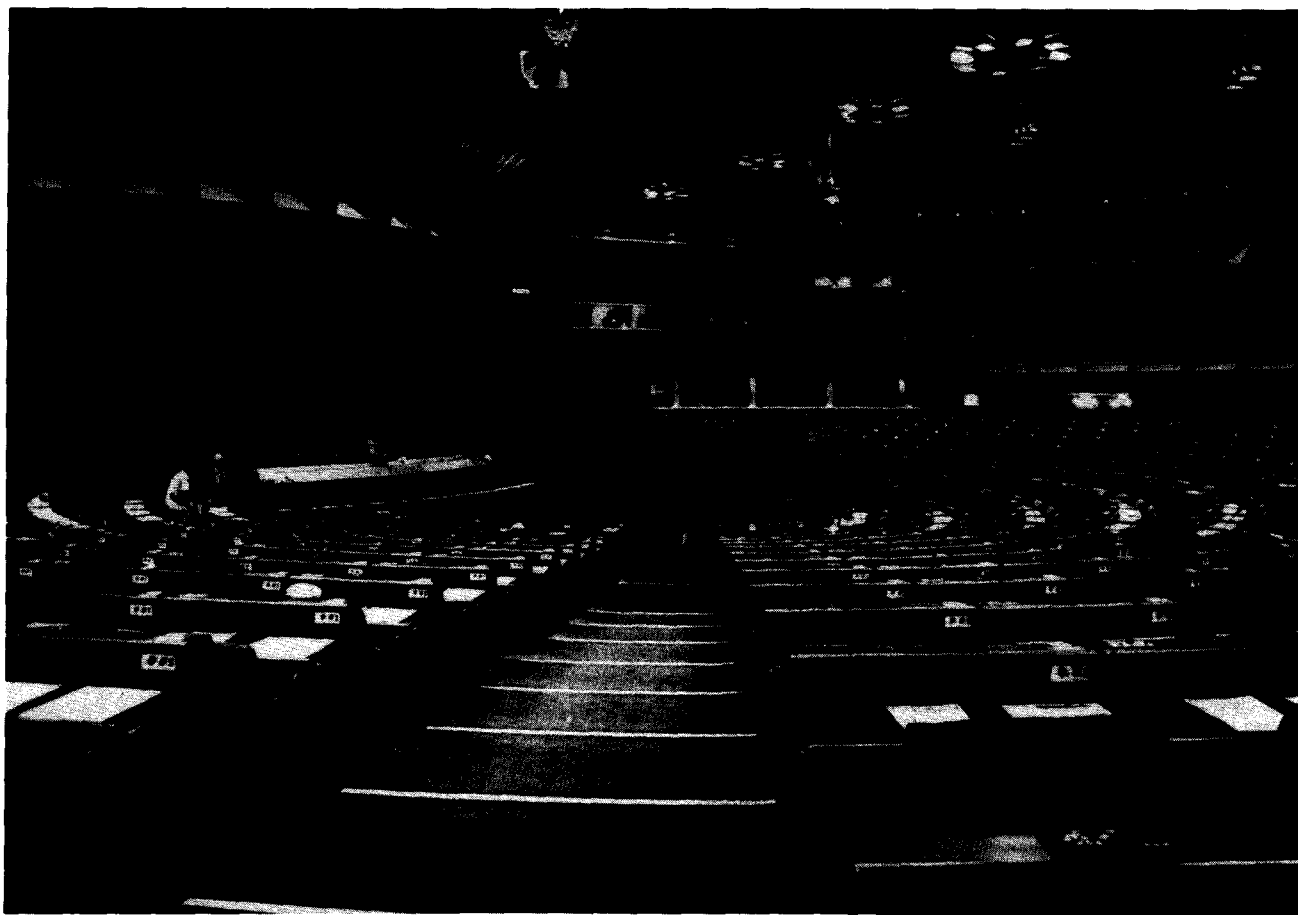
Het beeld van de EG-integratie verandert – geheel conform de aard van het proces – van tijd tot tijd op een kaleidoscopische wijze. In de naaste toekomst zullen wijzigingen optreden, die tot strekking hebben dat op de vraag, die als een rode draad door deze beschouwing loopt, een negatief of een positief antwoord past.

Naar verwachting krijgt de EG-integratie binnenkort een nieuwe impuls. De douane-unie, zoals die binnen de EG bestaat, betekent nog geen interne markt, in die zin dat de nationale grenzen op generlei wijze nog economische scheidslijnen vormen. Binnen de huidige Westeuropese volkshuishoudingen bestaan nog velerlei regelingen – men denke bij voorbeeld aan bepalingen met betrekking tot overheidsopdrachten, aan de belastingwetgeving en aan restricties voor het kapitaalverkeer – die tot nationale marktbevestiging leiden. Bijgevolg was na 1968 – en is nog steeds – een verdergaande integratie nodig. Daartoe werd in 1985 de Europese Akte aanvaard 4). Deze vormt een wijziging van het Verdrag van Rome ter realisering van een interne markt per 31 december 1992. Deze markt is – aldus de Akte – „een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrije verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal is gewaarborgd”. Hierbij vormt in het bijzonder het vrije kapitaalverkeer een verbinding tussen de economische en de monetaire eenwording.

Terwijl het economische belang van vrij kapitaalverkeer

duidelijk en voor de hand liggend is, rijst de vraag naar de betekenis hiervan voor het EMS. Elke monetaire regeling – dat geldt ook voor het EMS – heeft als doel bij te dragen tot het continu functioneren van het geld als reken-, ruil- en spaarmiddel. Het EMS is dan ook gericht op de creatie van een zone in West-Europa met internationale monetaire stabiliteit. De vraag rijst welke betekenis de volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer heeft in het kader van het streven naar een interne markt voor het functioneren van het EMS in het licht van deze doelstelling. Wisselkoersvorming is in hoge mate afhankelijk van twee aangelegenheden. Ten eerste speelt de verhouding van de nationale prijsniveaus een rol. Een land met een relatief hoog prijsniveau zal veel importeren, terwijl de export beperkt is, hetgeen zal leiden tot een tekort op de lopende rekening en bijgevolg tot een druk op de wisselkoers. Bij een relatief laag prijsniveau liggen de verhoudingen omgekeerd. De lopende rekening zal dan een overschot vertonen en de wisselkoers zal stijgen. Hieruit kan worden afgeleid dat als economisch nauw verbonden landen, zoals de EG-lidstaten, uiteenlopende inflatieniveaus hebben de onderlinge wisselkoersen instabiel zullen zijn. Op de tweede plaats is de wisselkoersvorming in sterke mate afhankelijk van de renteverhoudingen. Als in een land de rente relatief hoog is, is dat voor beleggers attractief; dan zal de kapitaalimport stijgen. De valuta van het desbetreffende land wordt gevraagd, hetgeen een opwaartse druk met betrekking tot de wisselkoers betekent. Bij een relatief lage rente wordt – omgekeerd – via kapitaalexport de wisselkoers gedrukt. Het valt te verwachten dat bij de vorming van een interne markt, vooral door het vrije kapitaalverkeer, de prijsniveau- en renteverhoudingen een veel nauwer verstrengeling zullen gaan tonen dan tot dusver het geval is. Dat heeft belangrijke consequenties voor de wisselkoersstabiliteit. Hierbij kunnen twee mogelijkheden worden onderscheiden.

4) Europese Akte, Supplement 2, *Bulletin van Europese Gemeenschappen*, 1986.



Bepaalt de politiek de wisselkoersen?

(foto ANP)

Negatieve mogelijkheid

In de eerste plaats is het mogelijk dat de lidstaten niet een beleid voeren dat is afgestemd op evenwichtige prijsniveaus – en renteverhoudingen, respectievelijk wisselkoersstabiliteit. Dat is het geval als in een bepaald land – bij voorbeeld in verband met een omvangrijk financieringstekort van de overheid – een grote liquiditeitscreatie plaatsvindt. Zolang een inflatoir effect achterwege blijft zal deze geldschepping leiden tot een zekere daling van de interest. Omdat – laat ons dat aannemen – in de overige EMS-landen dit verschijnsel niet optreedt leidt de liquiditeitscreatie reeds spoedig tot kapitaaluitvoer, want beleggers kunnen in het buitenland een hoger rendement behalen. Hierdoor worden – zolang inflatie achterwege blijft – de liquiditeitscreatie en de rentedaling voor een deel geëxporteerd. Het vrije kapitaalverkeer brengt nu eenmaal met zich mee dat de nationale grenzen vanuit monetair gezichtspunt aan betekenis verliezen. In de landen waarop de kapitaalexport zich richt, vindt – althans zeker in eerste aanleg – eveneens een zekere uitbreiding van de geldhoeveelheid en een bepaalde daling van de rente plaats.

Dan rijst de vraag of deze landen zo'n gang van zaken zullen accepteren. Dat is waarschijnlijk niet het geval. Vanaf dit punt legt de te verwachten vervlechting van prijsniveau- en renteverhoudingen gewicht in de schaal. De liquiditeitsimport zal niet voetstoots worden geaccepteerd, omdat deze – zeker op iets langere termijn – inflatoire en rente-opdrijvende effecten zal hebben. Gelet op dit vooruitzicht ligt het voor de hand dat landen met een stijgende kapitaalimport zullen overgaan tot een verkrapping van het monetaire beleid, waarmee de initiële rentedaling wordt geëlimineerd.

Zo ontwikkelen zich landen met een sterke valuta en een relatief hoge rente. De monetair-politieke reactie zal echter – gegeven het feit dat beleggers zoeken naar het hoogste rendement – leiden tot een verdere toeneming van de kapitaalimport. Hiertegenover staat dat in landen, waarin het initiatief werd genomen tot een stijging van de liquiditeitscreatie, reeds spoedig geldontwaarding zal optreden met een verhoging van de nominale interest. Hierbij past de opmerking dat bij vrij kapitaalverkeer een relatief groot financieringstekort van de overheid en een daarop aansluitend interestopdrijvend kapitaalmarktberoep hetzelfde effect zal hebben als de hier geschetste liquiditeitscreatie. Het financieringstekort zal zelfs tot deze creatie kunnen leiden.

Waarschijnlijk gaat het hierbij om een groot probleem voor de EG in de naaste toekomst. Een onevenwichtige grote liquiditeitscreatie en een relatief omvangrijk financieringstekort leiden bij vrij kapitaalverkeer tot nationale en internationale monetaire instabiliteit.

Reeds spoedig zal de gedachte veld winnen dat een land met een relatief liquiditeitsverruimend beleid, respectievelijk een naar verhouding groot financieringstekort hetgeen noopt tot een groot kapitaalmarktberoep van overheidswege – ondanks een hoge nominale rente – een zwakke valuta heeft, terwijl die van het land met een krap monetair beleid, een relatief hoge reële rente, en een matig overheidsdeficit als sterk zal worden beoordeeld. In deze situatie zullen al spoedig verwachtingen ontstaan wat betreft wisselkoersaanpassing. De prijsniveau- en renteverhoudingen spelen dan gaandeweg meer en meer een rol op de achtergrond. De wisselkoersvorming krijgt in hoge mate een autonoom karakter, waarbij verwachtingen met betrekking tot re- en devaluaties van dominerende betekenis zijn. Reeds spoedig zullen dan wisselkoersaanpassingen plaats vinden; het EMS lokt deze zelf uit. Dan past op de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” wat betreft de monetaire integratie een negatief antwoord. Want de wijze waarop deze integratie gestalte krijgt, vormt zelf een mede-oorzaak van monetaire instabiliteit.

Positief perspectief

Het voorgaande bevat – als tweede beleidsmogelijkheid – een les met betrekking tot de gewenste vormgeving van de monetaire integratie in de naaste toekomst. Als de EG in de komende jaren overgaat tot de creatie van een interne markt met een volledig vrij kapitaalverkeer, terwijl het tevens de intentie is en blijft om met het EMS een zone te vormen, die is gekenmerkt door monetaire stabiliteit, zal het nodig zijn de regulering van de liquiditeitsmassa en het budgettaire beleid van de lidstaten te harmoniseren.

Maar deze harmonisatie is niet voldoende voor het openen van een positief perspectief voor het toekomstige antwoord op de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” Daarbij vraagt tevens het EMS de aandacht. In het rapport van de groep Padoa-Schioppa betreffende de werkzaamheden die in verband met de vorming van een interne markt tot 31 december 1992 moeten worden verricht 5), is dan ook terecht een uitbouwfase voor de komende tijd aangekondigd. Het is nodig – aldus het rapport-Padoa-Schioppa – het monetaire beleid binnen de Gemeenschap verder te coördineren, het speculatieve kapitaalverkeer te beperken door onder andere effectieve gezamenlijke interventies, het aanbrengen van veiligheidsclausules bij voorbeeld door tijdelijke beperkingen in het kapitaalverkeer en door het voeren van een gemeenschappelijk extern monetair beleid. Weliswaar is hierbij ongetwijfeld een te geringe aandacht is besteed aan de noodzakelijke coördinatie van het budgettaire beleid. „Het is jammer”, zo was onlangs in ESB te lezen, „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” 6). Niettemin bevat het Padoa-Schioppa-rapport met betrekking tot het EMS een realistische gedachtegang. Ofschoon de realisering van het een en ander ongetwijfeld nog heel wat voeten in de aarde zal hebben, is het vermoeden gevestigd dat – met een positieve beantwoording van de vraag: „Waar zijn wij mee bezig?” – binnen afzienbare tijd een uitbouwfase voor het EMS zal aanbreken. Hierbij heeft Eizenga onlangs een interessant afstandsschot voor de boeg gelost met de opmerking dat – vergelijkbaar met de nationale situatie in West-Duitsland en Nederland – op EG-niveau het budgettaire en het monetaire beleid strikt gescheiden dienen te zijn 7).

C.J. Rijnvos

5) *Efficiency, stability and equity. A strategy for the evolution of the economic system of the European Community*, rapport van een commissie onder voorzitterschap van T. Padoa-Schioppa, Brussel, 1987.

6) H.J. Blommestein, H. Hoogervorst en A.J.F.M. Deckers, *Europese monetaire stabiliteit en beleidssymmetrie*, ESB, 18 november 1987, blz. 1089.

7) W. Eizenga, *Een Europese centrale bank*, ESB, 25 november 1987, blz. 1108-1112.