

# Voorstellen tot verbetering van het wisselkoersregime

De hoop dat met het afschaffen van het Bretton-Woodsstelsel in 1973 een einde zou komen aan de permanente over- of onderwaardering van bepaalde valuta's is ijdel gebleken. Het stelsel van zwavende wisselkoersen bracht weer nieuwe onevenwichtigheden met zich mee. Een bevredigende stabilisatie van de wisselkoersen zou tot stand kunnen komen door de rol van de Amerikaanse dollar in het internationale betalingsverkeer terug te dringen of door de fluctuatie in de internationale kapitaalstromen te verminderen. In dit artikel worden het akkoord van de Groep van 5 en de recente voorstellen voor wisselkoersstabilisatie van de Groep van 10 en de Groep van 24 landen besproken, welke laatste twee op de agenda staan voor de vergadering van het 'Interim Committee' van het IMF in april aanstaande. De auteur concludeert dat een internationale coördinatie van het economische en monetaire beleid van de afzonderlijke landen de beste garantie vormt voor een evenwichtig wisselkoerssysteem.

**DRS. E. DE JONG\***

## Inleiding

Toen in 1973 het stelsel van Bretton Woods definitief werd verlaten, hoopten velen, dat hiermee tevens een einde was gekomen aan de voortdurende over- of onderwaardering van de verschillende valuta's. Waarschijnlijk zouden de dagelijkse schommelingen van de wisselkoersen wel toenemen, maar op grond van ervaringen in het verleden werd aangenomen, dat deze fluctuaties niet erg groot zouden zijn. Op beide onderdelen heeft het huidige systeem van beheerst zwevende koersen teleurstellend gefunctioneerd. Met name de bilaterale nominale koersen van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de Europese munten en ten opzichte van de Japanse yen vertonen binnen een dag of een week grote schommelingen. Tevens duiden verschillende maatstaven op een onderwaardering van de dollar gedurende de tweede helft van de jaren zeventig en op een overwaardering van deze munt gedurende een groot deel van de eerste helft van de jaren tachtig 1).

Uit de meeste empirische studies blijkt, dat de door de heftige dagelijkse of wekelijkse fluctuaties veroorzaakte prijsonzekerheid weinig of geen nadelige invloed heeft op de internationale handel tussen geïndustrialiseerde landen. Er zijn voldoende mogelijkheden de betrokken risico's door middel van valutatermijntransacties af te dekken 2).

De mogelijke gevolgen van een gedurende een langere tijd ondergewaardeerde munt gevolgd door een periode met een overgewaardeerde valuta zijn velerlei 3). Zo zal de consumptie minder evenredig in de tijd verdeeld zijn dan wanneer dergelijke afwijkingen zich niet voordoen. Verder wordt verwacht dat vanwege het 'paleffect' de inflatie zal gaan stijgen 4). Een ander mogelijk gevolg is, dat de binnenlandse producenten gedurende de eerste periode hun productiecapaciteit uitbreiden, terwijl tijdens de tweede periode een deel van deze uitbreiding vroegtijdig moet worden afgestoten. Naast kapitaalvernietiging leidt dit tot een vergroting van de werkloosheid en daardoor tot een toenemende druk van de zijde van werkgevers en werknemers op de overheid om protectionistische maatregelen te nemen. Een studie van Bergsten en Williamson bevestigt

deze gedachte 5). Hoewel de gevolgen van een gedurende een lange tijd over- of ondergewaardeerde munt moeilijk te kwantificeren zijn, hebben dergelijke bewegingen volgens recente studies wel mede geleid tot hierboven genoemde problemen. Het voorkomen van dergelijke onevenwichtige koersen is daarom wenselijk.

Zoals reeds eerder is vermeld, hebben de genoemde onevenwichtigheden vooral betrekking op de koers van de Amerikaanse dollar. Dit vloeit mede voort uit de dominante positie van de dollar als internationaal betaalmiddel. Hierdoor kunnen de Verenigde Staten tekorten op de lopende

\* De auteur is verbonden aan de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam. Hij dankt de leden van het VF-project 'Wisselkoersbeleid en monetaire politiek in internationale afhankelijkheid' voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1) Een analyse van de wisselkoersbewegingen na de Bretton-Woodsperiode is o.a. te vinden in J. Williamson *The exchange rate system*, Institute for International Economics, Washington DC, 1983 en International Monetary Fund, *Exchange rate volatility and world trade*, Occasional Paper 28, IMF, 1984.

2) Zie o.a. IMF, op.cit., blz. 16-22 en Williamson, op.cit., blz. 37-39. Tijdens het congres 'Trade in transit', dat van 4 tot 6 september 1985 in de RAI gehouden werd, werd deze hypothese door De Grauwe ondersteund. Uit het door hem gepresenteerde onderzoek blijkt namelijk, dat de grote mate van wisselkoersstabiliteit tussen de EMS-valuta niet heeft geleid tot een stijging van de onderlinge handel. Akhtar en Spence Hilton vinden wel een negatief verband tussen de handel en wisselkoersonzekerheid. Zie M. Akhtar en Spence Hilton, *Effects of exchange rate uncertainty on German and US trade*, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, blz. 7-16. Ook voor ontwikkelingslanden, waar de valutatermijnmarkten niet goed ontwikkeld zijn, wordt aangenomen dat de koersonzekerheid de internationale handel doet dalen.

3) Een uitgebreide beschrijving van de hier genoemde en andere gevolgen van over- of ondergewaardeerde valuta is te vinden in Williamson, op.cit., blz. 39-45, IMF, op.cit., blz. 3-7 en M. Goldstein, *The exchange rate system: lessons of the past and options for the future*, Occasional Paper 30, IMF, 1984.

4) Deze hypothese wordt niet bevestigd door het in Goldstein, op.cit., blz. 16 en 17 genoemde empirische onderzoek.

5) Zij concluderen dat in de Verenigde Staten periodes met een sterke protectionistische druk zich altijd vlak na een periode met een overgewaardeerde dollar voordeden. Zie C.F. Bergsten en J. Williamson, *Exchange rates and policy*, in W.R. Cline, *Trade policy in the 1980s*, Institute of International Studies, 1983, blz. 111-115.

rekening relatief gemakkelijk en langdurig financieren door middel van kapitaal invoer. Om aan deze situatie een einde te maken is al een aantal malen voorgesteld de rol van de dollar in het internationale monetaire systeem te verminderen 6). Aangezien wisselkoersen voor een belangrijk deel door financiële stromen bepaald worden, is een tweede categorie voorstellen gericht op het, door middel van valutamarktinterventies en restricties op het internationale kapitaalverkeer, verminderen van de fluctuaties in deze stromen. Een derde categorie voorstellen is gebaseerd op het feit, dat de kapitaalstromen voor een groot deel gegenereerd worden door de omvangrijke verschillen tussen het in de belangrijkste geïndustrialiseerde landen gevoerde beleid en door de verwachtingen die beleggers zich over het toekomstige beleid vormen. Ten einde de destabiliserende invloed van deze financiële stromen op de wisselkoersen te beperken, dienen volgens deze voorstellen de autoriteiten in deze landen hun economische politiek op elkaar af te stemmen.

Het doel van dit artikel is na te gaan in hoeverre de drie bovengenoemde methoden voor stabilisatie van wisselkoersen in de recente voorstellen tot verbetering van het wisselkoersregime zijn opgenomen. Deze recente voorstellen zijn: het rapport van de Groep van 10, het rapport van de Groep van 24 en het akkoord van de Groep van 5 7). In de volgende paragraaf wordt bekeken in hoeverre in de verschillende voorstellen een oplossing wordt gezocht door middel van het creëren van een alternatief voor de dollar. Vervolgens wordt nagegaan of maatregelen gericht op een direct ingrijpen op de financiële stromen in de verschillende rapporten een rol spelen. Daarna komt de betekenis van beleidscoördinatie aan bod. Aangezien coördinatie van de economische politiek van de belangrijkste geïndustrialiseerde landen in alle voorstellen het meeste gewicht krijgt, bevat de slotparagraaf een aantal opmerkingen over de mogelijkheden en moeilijkheden bij het uitvoeren van deze coördinatie.

## Alternatieven voor de dollar

Uit verschillende passages in de rapporten kunnen twee manieren om de rol van de Amerikaanse dollar te verkleinen worden gedestilleerd. Ten eerste kan de betekenis van een of meerdere andere nationale valuta toenemen. De leden van de Groep van 10 en van de Groep van 5 zijn hier voorstanders van. Hiertoe dienen kapitaalmarkten gereguleerd en kapitaalstromen geliberaliseerd te worden.

Een ander alternatief voor de dollar is de Special Drawing Right (SDR). De ontwikkelingslanden, vertegenwoordigd in de Groep van 24, zijn er voorstanders van om het gebruik van de SDR te stimuleren. „...SDRs would provide stability to the international system more effectively than the multicurrency reserves by reducing the effects of volatility of exchange rates” 8). De leden van de Groep van 10 zijn op dit punt verdeeld. Alhoewel ze het er over eens zijn, dat de SDR op lange termijn een nuttige rol kan vervullen, hebben ze geen overeenstemming kunnen bereiken over de vraag of op dit moment nieuwe allocaties van SDRs gewenst zijn.

Aangezien de belangrijkste industriële landen tegenstanders zijn van een toenemend belang van de SDR, zal deze voorlopig niet als een belangrijk alternatief voor de dollar gaan functioneren. Evenmin mag naar mijn mening op korte termijn veel van een stijgend gebruik van een of meerdere andere nationale valuta verwacht worden. Immers, in het verleden hebben met name de Westduitse autoriteiten zich terughoudend opgesteld ten aanzien van een toenemend gebruik van de Duitse mark als internationaal betaalmiddel 9). Ook zal waarschijnlijk het internationale gebruik van de Japanse yen slechts langzaam stijgen. De voor de internationalisering van de yen noodzakelijke deregulering van de Japanse geld- en kapitaalmarkt zal namelijk slechts langzaam uitgevoerd kunnen worden

10). Ten slotte dient erop gewezen te worden, dat een systeem gebaseerd op meerdere reservevaluta als belangrijk nadeel heeft, dat het nogal gevoelig kan zijn voor wijzigingen in de verwachtingen met betrekking tot de toekomstige koersontwikkeling. Een dergelijk multi-reserve-systeem leidt dus op zich nog niet tot stabiele koersen. Het dient aangevuld te worden met minstens één van de twee overige in de inleiding genoemde methoden voor het bereiken van stabiele koersen.

## Valutamarktinterventies en restricties op het internationale kapitaalverkeer

Deze beide maatregelen hebben met elkaar gemeen, dat ze direct aangrijpen op de internationale financiële stromen. In geen van de drie rapporten wordt het invoeren van beperkingen op het internationale kapitaalverkeer genoemd als instrument voor het stabiliseren van de koersen tussen de belangrijkste munten. Integendeel, de geïndustrialiseerde landen verwachten zelfs dat dergelijke beperkingen eerder tot een destabilisatie dan tot een stabilisatie van wisselkoersen zullen leiden 11). De Groep van 24 acht daarentegen het gebruik van beperkingen op het kapitaalverkeer wel noodzakelijk voor het stabiliseren van de wisselkoers van ontwikkelingslanden 12).

Met betrekking tot officiële interventies zijn zowel de Groep van 24 als de Groep van 10 van mening, dat dergelijke transacties een nuttig maar beperkt effect kunnen hebben. Het rapport van de Groep van 10 is op dit punt het meest uitvoerig. Valutamarktinterventies kunnen, aldus het rapport, worden gebruikt voor het bestrijden van 'disorderly market conditions', het verminderen van fluctuaties op korte termijn en het aan de marktpartijen bekendmaken van een bepaalde houding van de autoriteiten ten opzichte van de koersontwikkeling. Het succes van interventies neemt toe als ze aangevuld worden met andere maatregelen al als ze in samenwerking met andere centrale banken plaatsvinden 13). In overeenstemming hiermee eindigt de verklaring van de Groep van 5 met de mededeling, dat de leden klaar staan om, voor zover dit nuttig is, gezamenlijk een appreciatie van de belangrijkste niet-dollarvaluta aan te moedigen.

Gedurende de eerste veertien dagen na het bereiken van dit akkoord is door de betrokken centrale banken fors geïntervenieerd. Zoals de tabel duidelijk aantoonde, heeft de centrale bank van Japan gedurende deze periode de meeste reserves verkocht. Verder valt op, dat Italië, dat niet bij de overeenkomst betrokken is geweest, op Japan na de meeste dollars heeft verkocht. Dit is mede gebeurd om te voorkomen, dat een waardedaling van de lire te veel spanningen binnen het Europese Monetaire Stelsel (EMS) op zou roepen 14). Deze gecoördineerde interventies zijn succesvol gebleken. De dollar daalde gedurende de eerste twee weken met 12% ten opzichte van de Japanse yen en met 8% ten opzichte van de Duitse mark 15).

6) Zie o.a. H.O.C.R. Ruding, De dollar voor en na 1 november: is er iets veranderd?, *ESB*, 6 december 1978, blz. 1240 – 1245.

7) Het rapport van de Groep van 10 is als supplement opgenomen in *IMF Survey*, juli 1985. Het rapport van de Groep van 24 is eveneens verschenen als supplement van *IMF Survey*, september 1985. Het akkoord van de Groep van 5 bestaat uit twee delen. Het algemene deel is in zijn geheel afgedrukt in *IMF Survey*, 9 oktober 1985, blz. 296 en 297. Dit nummer van de *IMF Survey* bevat ook de hoofdlijnen van het tweede deel van dit akkoord, dat per land een aantal beleidsvoorname bevat.

8) Groep van 24, op.cit., blz. 11.

9) Zie o.a. Ruding, op.cit., blz. 1243.

10) Zie hiervoor P.A. Morshuis, Wat is de yen waard? De opening van de Japanse financiële markt en de internationalisering van de yen, *ESB*, 23 oktober 1985, blz. 1064 – 1067, inzonderheid blz. 1066.

11) Groep van 10, op.cit., blz. 4.

12) Groep van 24, op.cit., blz. 2.

13) Groep van 10, op.cit., blz. 4.

14) *Financial Times*, 7 oktober 1985, blz. 4.

15) *The Economist*, 19 oktober 1985, blz. 76.



Chaos op de internationale valutamarkt

(foto ANP)

Het succes van deze gezamenlijke interventies is hoogstwaarschijnlijk voor een belangrijk deel toe te schrijven aan het feit, dat ze de door de andere marktpartijen gehuldigde mening, dat de dollar is overgewaardeerd, bevestigden. Dit heeft zich tijdens het halfjaar voorafgaand aan het akkoord van de Groep van 5 reeds geuit in een forse daling van de waarde van de dollar. Met deze 'blowing with the wind'-strategie wijkten de betrokken centrale banken overigens af van hun in het afgelopen decennium overheersende interventiepolitiek. Toen werd namelijk volgens verschillende studies meestal een beleid gevoerd, dat beoogde een door de particuliere sector ingezette trend tegen te gaan; de zogenaamde 'leaning against the wind'-benadering 16).

In hoeverre ook op iets langere termijn een evenwichtige ontwikkeling daling van de dollar verwacht kan worden hangt van verschillende factoren af 17). De allesoverheersende vraag is in dit verband of de valutamarktinterventies in de nabije toekomst ondersteund zullen worden door andere maatregelen. Hierbij wordt met name gedacht aan een aanmerkelijke vermindering van het begrotingstekort van de federale overheid in de VS en een stimulering van de Japanse en Westduitse economie. Dergelijke beslissingen hebben een tweeledig effect. Ten eerste beïnvloeden ze de *feitelijke* vraag naar en het *feitelijk* aanbod van de verschillende valuta's. Ten tweede hebben ze een effect op de *verwachte* toekomstige omvang van de relevante grootheden, waardoor het resultaat van de genomen maatregelen versterkt wordt. Coördinatie van het economische beleid in deze landen, de derde in de inleiding genoemde mogelijkheid tot stabilisatie van wisselkoersen, is dus met name belangrijk voor het op lange termijn bereiken van evenwichtige koersen.

Tabel. De hoeveelheid verkochte dollars door de centrale banken gedurende de periode 22 september 1985 – 1 oktober 1985, in mld. dollars

Japan	Italië	Frankrijk	VS	West-Duitsland	VK
1.3	1.0	0.4	0.3	0.25	0.2

Bron: *Financial Times*, 7 oktober 1985, blz. 4.

## Coördinatie van economische politiek

Het belang van coördinatie van de financiële overheidspolitiek en van het monetaire beleid in de belangrijkste geïndustrialiseerde landen voor het bereiken van evenwichtige koersen wordt in alle drie rapporten onderkend. De meningen verschillen echter met betrekking tot de vraag hoe deze coördinatie tot stand dient te komen. Op dit punt staat de meerderheid van de Groep van 10 en van de Groep van 5 tegenover de Groep van 24 en een minderheid van de Groep van 10.

De meerderheid van de Groep van 10 wil de gewenste coördinatie bereiken door het verscherpen van het toezicht van het Internationale Monetaire Fonds (IMF). Dit toezicht, dat is gebaseerd op artikel IV van de 'Articles of Agreement', bestaat uit twee delen, te weten het bilaterale toezicht en het multilaterale toezicht. Het bilaterale toezicht vindt plaats door middel van de zogenaamde Artikel IV-consultaties, die stafleden van het Fonds zo mogelijk jaarlijks met de lidstaten beleggen. Voorgesteld wordt, dat tijdens deze consultaties meer nadruk gelegd wordt op de ontwikkelingen van de kapitaalrekening; maatregelen die de efficiënte werking van de valuta- en kapitaalmarkten belemmeren; en belemmeringen van het internationale aanpassingsmechanisme veroorzaakt door handelsbeperkingen en andere protectionistische maatregelen. Naast enkele technische verbeteringen wordt verder nog overeengekomen, dat het IMF een openhartiger beoordeling geeft van het gevoerde beleid en van de gevolgen van dit beleid voor de nationale en internationale economie. Tevens dient het Fonds duidelijke suggesties voor beleidswijzigingen te doen. Om een adequate 'follow-up' van de consultaties te waarborgen, moet van de landen geëist worden, dat ze een rapport presenteren waarin de maatre-

16) Zie o.a. L. Teer, *Officiële interventie in de valutamarkt: een onderzoek naar de invloed van de theorie op de praktijk, voor de Verenigde Staten, Japan en West-Duitsland*, doctoraalscriptie, Universiteit van Amsterdam, 1985 en L. Teer, *Officiële interventies in de valutamarkt, Amerikaanse interventies in de dollar-DM-markt, 1973 – 1984*, ESB, 30 oktober 1985, blz. 1083 – 1087.

17) Voor de determinanten van de effectiviteit van valuta-interventies op de lange termijn zij verwezen naar de in noot 16 genoemde studies en naar H. Jager, *Officiële interventies in de valutamarkt: een politiek van prijsbeheersing en beïnvloeding*, in J.A.H. Maks en E. Wester (red.), *Met het oog op de werkelijkheid*, Leiden/Antwerpen, 1983, blz. 33 – 49.

gelen zijn vermeld die genomen zijn of nog genomen zullen worden om aan de door het IMF gesignaleerde probleem het hoofd te bieden. Ten slotte wordt gesuggereerd, dat door het publiceren van de conclusies van de Artikel IV-consultaties de invloed hiervan wellicht toeneemt.

Het multilaterale toezicht vindt plaats door middel van het halfjaarlijkse overleg tussen de Interim Commissie en het College van Bewindvoerders en door deelname van leden van de staf aan verschillende multilaterale bijeenkomsten. Voorgesteld wordt dit toezicht te concentreren op landen die een grote invloed hebben op de wereld economie. Hiertoe dient het IMF periodiek onderzoeksrapporten op te stellen, waarin een analyse is opgenomen van „international repercussions of national policies of G-10 countries and of their interaction in the determination of exchange rate developments and international adjustment” 18).

Samenvattend vereist volgens een meerderheid van de Groep van 10 een versterking van het toezicht een toename van de onderlinge dialoog en overreding door middel van onderlinge druk, in plaats van een 'mechanically imposed external constraint' 19). De binnen de Groep van 5 gevolgde werkwijze is hiermee in overeenstemming.

De minderheid van de Groep van 10 en de Groep van 24 is daarentegen van mening, dat door het ontbreken van duidelijke van te voren vastgelegde regels het voorstel van de Groep van 10 te vrijblijvend is. De Groep van 24 stelt daarom nog strakkere regels voor de uitvoering van het toezicht voor. Tevens zijn zij en de minderheid van de Groep van 10 voorstanders van het invoeren van 'target zones' voor de belangrijkste wisselkoersen.

De ontwikkelingslanden willen het toezicht door het IMF in twee fasen indelen. De eerste fase bestaat uit multilaterale besprekingen en onderhandelingen over „a mutually consistent set of objectives, and a set of policies to collectively achieve these objectives. The aim might be to search for a set of outcomes or 'objective indicators' or 'targets', that appear to be sustainable in the medium term and desirable to all parties” 20). Tijdens de tweede fase worden de feitelijke uitkomsten vergeleken met de doelstellingen. Wijken deze grootheden van elkaar af, dan vindt er in het kader van de artikel IV-consultaties overleg met het betrokken land plaats over de te treffen maatregelen. Een belangrijk verschil tussen dit voorstel en dat van de Groep van 10 is mijns inziens, dat nu gestreefd wordt naar het bereiken van duidelijk van te voren overeengekomen doelstellingen. Worden deze doelstellingen niet bereikt, dan dient het beleid aangepast te worden.

Ook het idee om 'target zones' voor de belangrijkste wisselkoersen in te stellen past in het streven stabiele koersen door middel van van tevoren vastgelegde regels te bereiken. Een dergelijk systeem zal namelijk alleen succesvol zijn als de betrokken autoriteiten zich van te voren ondubbelzinnig verplichten hun binnenlandse monetaire politiek op elkaar af te stemmen 21).

De discussie over de wijze waarop coördinatie van beleid het best gestalte kan krijgen spitst zich toe op de vraag of het opleggen van 'target zones' wenselijk en nuttig is. Voorstanders van een dergelijk systeem benadrukken, dat doordat de autoriteiten duidelijk aankondigen wat hun beleid in de toekomst zal zijn, ze een stabiliserende invloed zullen hebben op het gedrag van de particuliere sector 22). Het in de toekomst te voeren beleid ligt nu immers vast, zodat de verschillende marktpartijen bij het vormen van hun koersverwachtingen zekerheid hebben over het toekomstige gedrag van de verschillende overheden. Dit heeft een dempende invloed op speculatieve kapitaalstromen.

Bij de hiervoor weergegeven redenering gaat men ervan uit, dat de particuliere sector erop vertrouwt, dat de autoriteiten hun toezeggingen zullen nakomen, en dat ze in staat zullen zijn aan hun verplichtingen te voldoen. Tegenstanders van target zones stellen echter, dat indien dit vertrouwen niet aanwezig is, de kans groot is dat marktkrachten de koersen buiten de afgesproken bandbreedtes drukken. Gezien de omvang van de kapitaalstromen zal het voor de monetaire autoriteiten moeilijk zijn tegenwicht te bieden 23). Verder zal het moeilijk zijn een overeenkomst over tar-

get zones te bereiken, terwijl deze zones zo breed gekozen worden, dat ze geen praktische relevantie meer bezitten. Ten slotte zullen de belangrijkste landen hoogstwaarschijnlijk niet bereid zijn hun autonomie in die mate op te geven als voor het welslagen van een systeem van target zones wenselijk is.

## Slotopmerkingen

Uit het voorafgaande is duidelijk geworden, dat van de drie in de inleiding genoemde methoden om stabiele koersen te bereiken de coördinatie van het economisch beleid in de belangrijkste geïndustrialiseerde landen volgens alle rapporten onmisbaar is. De vraag is nu in hoeverre deze coördinatie tot stand zal komen.

Gezien de belangrijke rol van de Amerikaanse dollar in het geheel van de huidige problemen, is voor het bereiken van coördinatie de houding van de Amerikaanse autoriteiten van groot gewicht. Het Amerikaanse economische en monetaire beleid wordt gedurende de laatste jaren evenals in het verleden gekenmerkt door prioriteit voor binnenlandse doelstellingen zoals inflatie en werkloosheid 24). Het is twijfelachtig of door de deelname van de VS aan het akkoord van de Groep van 5 in deze houding een wezenlijke verandering is opgetreden. Immers, de deelname van de VS aan dit akkoord is voor een groot deel door binnenlandse politieke overwegingen ingegeven, namelijk het vormen van een tegenwicht tegen de stroom protectionistische wetsvoorstellen van het Congres. De Amerikaanse autoriteiten hopen door het verlagen van de koers van de dollar de concurrentiepositie van het Amerikaanse bedrijfsleven te verbeteren, waardoor het Congres minder snel protectionistische maatregelen zal aannemen. Tot nog toe heeft de Amerikaanse overheid echter nog maar weinig gedaan om een zachte landing van de dollar te bewerkstelligen. Uit de eerder gepresenteerde tabel blijkt immers, dat de VS nog geen 10% van de totale valutamarkt-interventies voor hun rekening hebben genomen. Ook hun bijdrage in de coördinatie van het economische beleid, namelijk het verminderen van het tekort op de federale begroting, komt moeizaam tot stand. Immers, de feitelijke tekorten zijn tot nog toe steeds gestegen, en hoewel de begroting voor de komende jaren een daling van het tekort aangeeft, wordt zelfs door veel Republikeinen betwijfeld of dit zonder belastingverhogingen en een verhoging van de geplande defensie-uitgaven mogelijk is. Tot nog toe heeft president Reagan zich altijd tegen deze maatregelen gekeerd.

Ten einde de Amerikaanse autoriteiten alsnog te bewegen bij het vaststellen van hun beleid meer rekening te houden met de belangen van andere landen heeft Triffin al meermalen voorgesteld het EMS te versterken 25). Zijn idee is dat coördinatie van het economisch beleid op regionaal niveau beter mogelijk is dan op mondiaal niveau. Is binnen het EMS deze coördinatie eenmaal tot stand gekomen, dan staan de Europese lander sterker ten opzichte

18) Groep van 10, op.cit., blz. 7.

19) Idem, op.cit., blz. 6.

20) Groep van 24, op.cit., blz. 9.

21) Zie in dit verband R. McKinnon, *Exchange rate stability, international coordination, and the U.S. federal reserve system*, paper gepresenteerd tijdens de conferentie 'Trade in transit', Amsterdam, september 1985. Naar zijn mening dienen valutamarktinterventies gebruikt te worden voor het corrigeren van kortstondige onregelmatigheden op de valutamarkten.

22) Zie o.a. McKinnon, op.cit., blz. 13.

23) Zie Groep van 10, op.cit., blz. 5, Goldstein, op.cit., blz. 54 en J. de Beaufort Wijnholds, *Surveillance over exchange rate policies*, paper gepresenteerd op de conferentie 'Trade in transit', Amsterdam, september 1985, blz. 7 en 8.

24) Zie voor andere periodes Ruding, op.cit., blz. 1240 en 1241.

25) Zie o.a. R. Triffin, *How to end the world 'infection': Crisis management or fundamental reforms?*, in R.S. Masera en R. Triffin (red.), *Europe's money: problems of European monetary co-ordination and integration*, 1984, blz. 13 - 16.

---

van de VS. De Amerikaanse overheid zal dan eerder rekening moeten houden met de wensen van de EMS-landen. Tevens hoopt Triffin dat een succesvol EMS de VS zal overtuigen van het nut en de voordelen van stabiele wisselkoersen en coördinatie van economisch beleid. Naast coördinatie van het economisch beleid in de Europese landen is naar de mening van Triffin een stimulering van het gebruik van de European Currency Unit (ECU) voor het welslagen van het EMS van belang (26). Hiermee wordt tevens een poging gedaan een alternatief voor de dollar te creëren, de eerste in de inleiding genoemde methode voor het bereiken van stabiele koersen. Het is vooralsnog onduidelijk in hoeverre de ECU hierin succes zal hebben.

Concluderend kan gesteld worden, dat volgens alle voorstellen coördinatie van beleid een essentiële voorwaarde vormt voor het bereiken van evenwichtige koersen. Hierbij wensen de belangrijkste landen zich niet vast te leggen op van tevoren overeengekomen objectieve regels. Hoewel een dergelijk systeem inderdaad te strak kan zijn, waardoor het eerder averechts werkt, dienen de betrokken autoriteiten mijns inziens wel te beseffen, dat ook voor het welslagen van een minder rigide systeem een ze-

---

kere mate van discipline is vereist. Een succesvol EMS kan wellicht een nuttige tussenfase zijn voor het bereiken van coördinatie van economische politiek op wereldschaal. Coördinatie op beide niveaus vereist echter van de overheden, dat ze hun binnenlandse doelstellingen voor een deel ondergeschikt maken aan het streven naar een stabiel internationaal monetair systeem. Wil men de vruchten van de toenemende internationale interdependentie plukken, dan zal men ook een evenredig deel van de kosten van het bereiken van stabiele koersen op zich moeten nemen. Dit geldt zowel voor de VS als voor Japan en Europa.

**Eelke de Jong**

---

26) Triffin, op.cit., blz. 50 – 56. Jager en De Jong wijzen er echter op, dat een stabiele koersontwikkeling binnen het EMS de aantrekkelijkheid van de ECU negatief zal beïnvloeden. Wil men de rol van de ECU laten toenemen, dan zullen extra maatregelen nodig zijn. Zie H. Jager en E. de Jong, *The viability of the ECU*, paper gepresenteerd op de conferentie 'Trade in transit'.