

# De onverenigbaarheid van internationaal-economische doelstellingen

Op 13 december 1986 organiseerde de Vereniging voor de Staathuishoudkunde een gedachtenwisseling over „wisselkoersen in een veranderende wereld". Dit gebeurde aan de hand van een bundel preadviezen onder deze titel 1). Er bleek een sterke voorkeur te bestaan voor de combinatie van stabiele wisselkoersen, een onbelemmerd internationaal kapitaalverkeer en een hoge mate van nationale beleidsautonomie. Het bleek echter opnieuw dat de al lang bekende onverenigbaarheid van deze drie doelstellingen tot een keuze noopt. Een keuze die voortkomt uit een subjectieve afweging van de voor- en nadelen van de betrokken internationaal-economische structuurelementen en bovendien een keuze die - gegeven de structuurverschillen per land - van land tot land uiteen kan lopen. Een bijkomend probleem is dat de keuze die door het ene land wordt gemaakt, repercussies voor de keuzevrijheid van andere landen heeft.

## Onverenigbaarheid

De onverenigbaarheid van stabiele wisselkoersen, vrij internationaal kapitaalverkeer en nationale beleidsautonomie is in de eerste helft van de jaren tachtig heel duidelijk naar voren gekomen. In oktober 1979 veranderden de VS het monetaire beleid. Van een beleid gericht op een stabiel renteniveau werd overgegaan op het nastreven van een stabiele geldgroei. Bovendien werd een verkrapping van het monetaire beleid doorgevoerd in een poging de stijgende tendens in de inflatievoet te doorbreken. Het resultaat hiervan was dat de Amerikaanse rente een duidelijk opwaartse beweging vertoonde. Deze werd later nog versterkt door een toename van het financieringstekort van de Amerikaanse overheid.

De stijging van de Amerikaanse rentevoet leidde tot een toevloed van buitenlandse kapitaal en wel op een zodanige wijze dat tot begin 1985 het positieve saldo op de kapitaalbalans van de VS de dollar trendmatig sterk in waarde deed stijgen. Het groeiende tekort op de Amerikaanse lopende rekening van de betalingsbalans, dat daarvan het gevolg was, bleek tot begin 1985 onvoldoende te zijn om de invloed van de kapitaaltoevloed op de dollarwaarde te neutraliseren. De beleggingsvoorkeur voor de VS lijkt, naast de aantrekkelijke rente, nog te

zijn bevorderd door de te verwachten wisselkoerswinst toen de dollar eenmaal een trendmatige waardestijging liet zien. Daarnaast wordt ook de verbetering van het investeringsklimaat in de VS sedert het aantreden van de regering-Reagan vaak een stimulans voor de waarde van de dollar genoemd.

De overige industrielanden hadden de keuze de dollar te laten stijgen of deze ontwikkeling actief tegen te gaan. Eén van de mogelijkheden om de stijging af te remmen was het verwezenlijken van een rentestijging buiten de VS. Een andere mogelijkheid was het opwerpen van belemmeringen voor de kapitaaluitvoer naar de VS. De betrokken industrielanden kozen uiteindelijk voor een gedeeltelijk volgen van de Amerikaanse rentestijging door eveneens het monetaire beleid te verkrappen. Dit zal de waardestijging van de dollar hebben getemperd. Deze keuze werd ingegeven door een combinatie van de behoefte aan het afvlakken van de appreciatie van de dollar en het verlagen van de inflatie terug te dringen. Er was dus sprake van gelijkgerichtheid van de beleidsvoorkeuren in de industrielanden ten aanzien van de inflatie. Door de ongewenste, sterke appreciatie van de dollar tegen te gaan kozen de overige industrielanden in feite ook voor een zekere mate van opoffering van de beleidsautonomie. Niettemin resteerde toch nog een aanzienlijke wisselkoersverandering. Belemmeringen voor het internationale kapitaalverkeer werden niet aangewend. Integendeel: West-Duitsland en vooral Japan brachten in de eerste helft van de jaren tachtig nog enige kapitaalliberalisatie tot stand.

## Beleidscoördinatie

Alle preadviseurs tonen een voorkeur voor een grotere stabiliteit van de wisselkoersen. Buiten is daarin wellicht nog het minst uitgesproken, doch ook hij merkte in de discussie op het mogelijk en zelfs waarschijnlijk te achten dat de grote schommelingen in de reële wisselkoersen in het verleden ongewenst waren. Op de concrete kosten van de sterk fluctuerende wisselkoersen is nauwelijks ingegaan 2). Szász noemde in de discussie nog wel het bezwaar dat de internationale concurrentieverhoudingen erdoor te veel aan wisselingen onderhevig zijn en ver-

meldt in zijn preadvies de protectionistische druk die van wisselkoersschommelingen uitgaat.

Het laatstgenoemde bezwaar wordt daarentegen in het preadvies van Meys en Limburg erg gering geacht. De herleving van het protectionisme heeft huns inziens een geheel eigen momentum, waarbij de wisselkoersbewegingen geen grote rol spelen. Het lijkt inderdaad juist dat protectie in de westerse industrielanden sterk is bevorderd door belangrijke structurele veranderingen in het aanbod, door de opkomst van nieuwe industrielanden en starheden om het aanpassingsproces in de eerstgenoemde landen. Doch de samenhang sinds 1970 tussen bij voorbeeld de golfbewegingen in de dollarkoers van de yen en de protectionistische tendensen in de VS is wel zeer opmerkelijk 3). Ook de Amerikaanse bereidheid in september 1985 tijdens de Plaza-bijeenkomst om door gecoördineerde interventies de waarde van de dollar omlaag te brengen, lijkt door de bedoelde samenhang te zijn geïnspireerd. De Amerikaanse regering lijkt door een versnelling van de depreciatie van de dollar te verwezenlijken, de roep om extra protectie vanuit het Congres te hebben willen terugdringen.

Meys en Limburg merken terecht op dat de Plaza-bijeenkomst heeft aange-toond dat het zelfs voor de grootste economische macht ter wereld niet mogelijk was gebleken om economisch beleid te voeren zonder rekening te houden met het effect op de externe waarde van zijn munt.

Ook voor grote landen is de mate van beleidsautonomie blijkbaar niet onbeperkt. Aanvankelijk was de gedachte dat ten behoeve van wisselkoersstabilisatie de nationale inflatievoeten met elkaar in de pas moesten

1) De bundel bevat de volgende bijdragen: dr. T. de Vries, Naar een ordelijker wisselkoersstelsel?; drs. A. Szász, Wisselkoerspolitiek: het slingerpad naar stabiliteit; prof. dr. A. Knoester, Wisselkoersen en economische politiek; drs. Th.A.J. Meys en drs. E.F. Limburg, Wisselkoersen in een geïntegreerde financiële wereldmarkt; prof. dr. W.H. Buiters, Fiscal prerequisites for a viable managed exchange rate regime. a non-technical eclectic introduction.

2) Voor een uitstekend overzicht zij verwezen naar M. Goldstein, *The exchange rate system: lessons of the past and options for the future*, IMF occasional paper nr. 30, Washington DC, 1984.

3) Vgl. C.F. Bergsten en J. Williamson, *Exchange rates and trade policy*, in: W.R. Cline, *Trade policy in the 1980s*, Washington DC, 1983.

lopen. Daardoor zouden de concurrentieposities van de landen niet of maar heel geleidelijk veranderen. Dit zou een monetair beleid vereisen dat was afgestemd op dat in het buitenland. In verschillende preadviezen wordt benadrukt dat deze voorwaarde door het omvangrijke internationale kapitaalverkeer dat deze voorwaarde niet langer voldoende is. Thans zinken de handelsstromen in het niet bij de kapitaaltransacties in de wereld. Ten einde te voorkomen dat het kapitaalverkeer de wisselkoersen laat variëren zullen heden ten dage ook de opbrengsten van beleggingen in de wereld parallel aan elkaar moeten bewegen. Dit impliceert dat ook de rentevoeten met elkaar in de pas moeten lopen. In feite betekent dit dat stabiele wisselkoersen een harmonieuze afstemming van zowel het nationale monetaire als het budgettaire beleid op de internationale ontwikkeling ter zake vereisen.

Aangezien de economische structuur van landen uiteenloopt, is het aannemelijk dat er diverse landen zijn waarin het beleid gericht op wisselkoersstabiliteit ten koste gaat van het interne evenwicht. Het is niet waarschijnlijk dat een grote, gesloten economie zich in dat geval tot internationale beleidsconvergentie zal laten bewegen. Dr. H.J. Witteveen bracht als voorzitter van de zitting de suggestie naar voren dat afspraken tot beleidscoördinatie voor ieder land, zeker op langere termijn, per saldo voordeel opleveren. Theoretisch gezien is het inderdaad juist dat internationale coördinatie een land tot een welvaartsverhoging kan brengen. Voor een gesloten economie zal het optimum echter hoogstwaarschijnlijk zo dicht liggen bij het optimum dat het zonder coördinatie kan bereiken, dat het het daarvoor benodigde – moeizame – internationale overleg graag uit de weg gaat. Dit lijkt thans, nu de dollar sterk in waarde is gedaald, duidelijk het geval te zijn voor de VS. Ook West-Duitsland toont op het ogenblik weinig bereidheid acties ten behoeve van de wereldeconomie te ontplooiën.

Convergentie in de richting van een gesynchroniseerd beleid van industrielanden bergt een potentieel gevaar in zich, dat in de preadviezen onvermeld blijft. De kennis van de structuur van de economie is in feite nogal gebrekkig. Zolang de grote landen in de wereld op uiteenlopende wijze op verstoringen van de wereldeconomie reageren, vindt er in zekere zin een afgezwakte actie plaats. Is het beleid wel gesynchroniseerd dan neemt het gevaar toe dat op wereldschaal een te heftige beleidsreactie wordt ondernomen. Het stabiliseren van de wisselkoers kan dan ten koste gaan van de stabiliteit van de vraag en rentevoet in de industrielanden en van de ruilvoet van de ontwikkelingslanden 4).

De terminologie voor het aanduiden van de afwezigheid van voldoende beleidscoördinatie, en dus het ontbreken van wisselkoersstabiliteit, is opmerke-

lijk. Zo heeft De Vries het in zijn preadvies over macroeconomische beleidsfouten die de heftige wisselkoersschommelingen veroorzaken en prof. Kessler stelde in de discussie dat bij 'disorderly' beleid 'disorderly' markten behoren. Blijkbaar is het prefereren van nationale beleidsautonomie bij voorbaat verwerpelijk. Daarbij lijkt vooral te worden gedacht aan het huidige grote Amerikaanse financierstekort. Maar was bij voorbeeld het Amerikaanse initiatief in 1979 om de inflatie terug te dringen dan ook zo verwerpelijk?

## Het kapitaalverkeer

De politieke wil van de belangrijkste economieën in de wereld om tot intensievere beleidscoördinatie te komen is op het ogenblik vrij gering. De Vries sluit niet uit dat er binnen afzienbare tijd een kentering in de houding ten opzichte van de vrijheid van het internationale kapitaalverkeer ontstaat. Hij stelt verder dat men wellicht kan gaan denken aan technieken tot sturing van de internationale kapitaalstromen.

Deze voorzichtige formulering lokte heftige reacties uit van de vertegenwoordigers van het bankwezen. Prof. Oort mengde zich in de discussie met de opmerking dat het stellen van regels een doodlopende weg is. Zijn overwegingen daarbij zijn dat het in strijd is met de hedendaagse trend, terwijl het denkbeeld van De Vries onpraktisch is omdat een zinvolle techniek voor het nationale beleid om het internationale kapitaalverkeer af te remmen niet voorhanden is. Szász kon nog in zoverre met De Vries meegaan dat ook hij van mening is dat het internationale kapitaalverkeer schade toebrengt aan de stabiliteit van het internationale monetaire bestel en steeds zwaardere eisen aan het beleid stelt. Controle van dit kapitaalverkeer is zijns inziens evenwel zinloos.

Meys en Limburg gaan in hun preadvies uitgebreid in op hun zorg voor de pleidooien voor wederinvoering of handhaving van belemmeringen voor het kapitaalverkeer. Zij baseren hun voorkeur voor een vrij kapitaalverkeer op twee argumenten. De grondoorzaak van de recente heftige wisselkoersschommelingen is naar hun mening de traagheid van binnenlandse en internationale beleidswijzigingen en niet de kapitaalstromen als zodanig. Ze nemen daarbij het EMS als voorbeeld. Daaruit blijkt dat de kapitaalstromen als zelfstandige factor bij het ontstaan van langdurige wisselkoersonevenwichtigheden van betrekkelijk geringe betekenis zijn. Als verklaring wordt aangevoerd dat de verantwoordelijke autoriteiten het gemeenschappelijke belang hebben onderkend van een op interne en externe stabiliteit gericht beleid.

Bij deze argumentatie zijn twee tegenwerpingen op hun plaats. Het lijkt

wel juist om het kapitaalverkeer niet als wezenlijke oorzaak aan te wijzen. Toch laat dit de mogelijkheid onverlet om op basis van een – subjectieve – analyse van kosten en baten op rationele gronden tot een beperking van de internationale kapitaalstromen te besluiten. Deze uitkomst dient zich bij voorbeeld aan als de beleidsautonomie als een groot goed wordt ervaren. Een tweede tegenwerping betreft het belang dat de verantwoordelijke autoriteiten van de EMS-landen hechten aan een op interne en externe stabiliteit gericht beleid. Ze hebben zich zelfs daartoe daadwerkelijk verbonden door de toetreding tot het EMS. De feiten lijken evenwel uit te wijzen dat ze zich daarnaar niet zijn gaan gedragen. Hoewel de nationale inflatiepercentages in de EMS-landen sinds 1980 convergeren, lag de standaarddeviatie van deze percentages sinds 1979 boven die voor een representatieve groep van niet-EMS-landen (waaronder de VS) 5). Daar komt bij dat de geldgroei in de EMS-landen in dezelfde periode niet convergeerde en bovendien niet meer synchroon verliep dan in de controlegroep van niet-EMS-landen. Aan deze uitkomsten kan toch niet de conclusie worden ontleend dat het met de feitelijke, bewust doorgevoerde, convergentie van het beleid in het EMS nu zo'n vaart loopt. Voorzover de inflatievoeten convergeren, lijkt dat te zijn veroorzaakt door de wereldwijde daling van de inflatie. Een empirische wetmatigheid leert immers dat die gepaard pleegt te gaan met een convergentie van prijsstijgingen, zowel in een land als tussen landen.

Het tweede argument van Meys en Limburg ten gunste van een vrij internationaal kapitaalverkeer luidt dat het kapitaalverkeer zich richt naar rendementsverschillen tussen nationale economieën. De kapitaalstroom naar de VS heeft mede daardoor een overwegend positieve rol gespeeld. Aanvankelijk werden zo de spaaroverschotten elders in de wereld doorgesluisd naar de VS. Deze kapitaalinvloer veroorzaakte uiteindelijk een dusdanige overwaardering van de dollar dat het ook de Amerikaanse beleidsmakers duidelijk werd dat er een actief wisselkoersbeleid noodzakelijk was geworden. Het kapitaalverkeer had derhalve een disciplinerend effect.

Daartegenover kan evenwel een volstrekt andere redenering worden geplaatst: het internationale kapitaalverkeer wordt geleid door opbrengstvoeten die geen goede afspiegeling vormen van de maatschappelijke produktiviteit van kapitaal, terwijl de gril-

4) Vgl. Corden, *Inflation, exchange rates and the world economy; lectures on international monetary economics*, third edition, Oxford, 1985, blz. 180-182.

5) Zie voor deze uitkomsten P. de Grauwe, *Het Europese Monetaire Stelsel, 1979-1984*, in: W.G.C.M. Haack (red.), *Europese economische integratie; problemen en perspectieven*, Utrecht, 1986.

ligheid van het kapitaalverkeer een vloeiend verloopende economische ontwikkeling heeft tegengewerkt. De verwachte opbrengstvoeten kunnen bij voorbeeld wisselkoersverwachtingen hebben omvat die een z.g. 'bandwagon'-effect in zich droegen. Dornbusch stelt zich nog extremer op als hij stelt dat de meeste internationale kapitaalstromen heden ten dage uit belastingoverwegingen voortkomen. Dit kapitaal droeg bij aan de overwaardering van de dollar en veroorzaakte aanzienlijke budgettaire en sociale problemen in het land van herkomst 6). Het kapitaal reageert wellicht te heftig op opgaande en neergaande fasen van wisselkoersbewegingen.

Hiermee wil niet zijn gezegd dat deze verklaring beter is dan die van Meys en Limburg. Wel lijkt echter aannemelijk dat de huidige stand van de informatie niet toereikend is om de bedoelde verklaring te weerleggen. Het is jammer dat aan deze wezenlijke zaak in de preadviezen en de discussie nagenoeg geen aandacht is besteed. Mede daardoor is helaas evenmin nader inhoud gegeven aan het standpunt dat de techniek ontbreekt om het internationale kapitaalverkeer te beperken. Slechts is een keer gememoreerd dat de dubbele wisselmarkt in België slecht zou hebben gefunctioneerd. Maar waarom bleef België deze dan toch toepassen en verschilden de commerciële en financiële koersen van elkaar? Waarom zou bij voorbeeld een geringe, uniforme belasting op alle valutamarkttransacties, zoals wel is voorgesteld, geen bijdrage kunnen leveren aan het afremmen van het kapitaalverkeer? Of een belasting gericht op het gelijkmaken van de reële interestvoet? Uiteraard zullen de administratieve problemen en de kosten die dergelijke ingrepen oproepen aanzienlijk zijn. Maar dat laatste geldt ook voor de verstoringen die vrij bewegend kapitaal teweeg brengt. Een zekere mate van ontduiking ligt in de lijn der verwachting, maar dit is geen onbekend verschijnsel bij andere ingrepen van de overheid die wel aanvaard zijn. Essentieel is dat de beperking van het kapitaalverkeer tenminste in aanzienlijke mate werkt.

## Mogelijke verbeteringen

De Vries is aan het eind van zijn preadvies erg duidelijk over de meest hoopgevende weg naar grotere stabiliteit van de wisselkoers: die weg bestaat niet in de huidige omstandigheden. Hij vindt dat er wellicht technische snufjes bestaan, maar die kunnen ons nauwelijks helpen. Wel is er zijns inziens enige hoop omdat de Amerikaanse autoriteiten sinds september 1985 weer een wisselkoersbeleid voeren. Op lange termijn ziet De Vries drie soorten van stelsels als haalbaar: een hiërarchisch, op de dollar gebaseerd, stelsel; een pluralistisch stelsel dat is

opgezet rond de dollar, de Duitse mark (of ECU) en de yen; een stelsel van monetaire blokken dat thans in feite al functioneert.

De politieke en economische grondslag voor een pluralistisch stelsel ontbreekt thans naar zijn oordeel. Dit zou namelijk een grotere politieke gelijkheid van de drie betrokken kernlanden en een grotere eensgezindheid over het economische beleid vereisen. Ook het hiërarchische stelsel is heden ten dage onhaalbaar, omdat een wezenlijke voorwaarde daarvoor is dat het kernland een betrouwbaar, evenwichtig en acceptabel macro-economisch beleid voert. Het politiek-economische kader waarin De Vries de internationaal-monetaire problematiek plaatst, vormt een passende en overtuigende opening van de bundel preadviezen. Hoewel de behandeling niet echt origineel is te noemen, deed de felheid waarmee met name prof. Kessler in de discussie tegen de politieke elementen in de beschouwing ageerde wat overtrokken aan.

In feite heeft Szász het pluralistische stelsel verder uitgewerkt. Door de afwezigheid van een kernland of hegemonieland, ontbreekt daarin de kompasfunctie. Dit zou volgens Szász gedeeltelijk zijn op te vangen door het ontwikkelen van beleidsnormen. Beleidsnormen die van land tot land kunnen verschillen en betrekking hebben op beleidsvariabelen. Deze normen laten zich goed combineren met het denkbeeld van de invoering van indicatoren, dat tijdens de topconferentie van de zeven grote industrielanden in Tokio in mei 1986 nieuw leven werd ingeblazen. Als één van de voordelen van het gebruik van dergelijke normen in het internationale overleg ziet Szász dat ze op zijn minst de ontwikkeling van een gemeenschappelijke analyse kunnen bevorderen. Bij alle in de toekomst eventueel te ontwikkelen internationale gedragsregels zullen de normen voor gezonde overheidsfinanciën en een beheerste geldgroei wel een randvoorwaarde moeten vormen. Men zal namelijk moeten voorkomen dat de ene onevenwichtigheid door een andere wordt vervangen, aldus Szász.

Szász staat enigszins sceptisch tegenover het voorstel van doelzones ('target zones'). Alvorens daartoe over te kunnen gaan zal een gezamenlijke visie op de gewenste wisselkoersverhoudingen moeten bestaan, alsmede overeenstemming over beleidsnormen en gedragsregels. De auteur is het niet eens met de gedachte dat deze zaken zich gemakkelijker laten oplossen nadat tot de instelling van doelzones is besloten. Op zichzelf is dit een verdedigbaar standpunt. Toch is het verleidelijk de sprong naar doelzones al iets eerder te maken. Dan is internationaal overleg namelijk onontkoombaar. Dit heeft het eerder door Szász gesignaleerde voordeel dat een gemeenschappelijke analyse wordt bevorderd. Bovendien lijkt ook bij de invoering van het EMS min of meer een zelfde volgor-

de te zijn aangehouden met desondanks een redelijk succes.

Het komt De Vries vreemd voor dat de beleidscoördinatie zou kunnen verbeteren door het aanvaarden van (wisselkoers)regels. Een gesloten economie zal zich immers via deze weg niet meer coördinatie laten opdringen? Als er, anderzijds, al volstrekke overeenstemming over het voorgeschreven beleid bestaat, is het invoeren van regels in wezen al overbodig. De introductie van regels zal inderdaad weinig effect sorteren op deze uiterste vormen, maar ze zijn ook zeer uitzonderlijk.

Het huidige wisselkoersstelsel is door de onderlinge beïnvloeding van nationale keuzes in feite zodanig gevormd dat eigenlijk geen land geheel en al vrij is in de keuze van de mate van beweeglijkheid van zijn wisselkoers. Dit geldt zelfs voor de VS, getuige hun huidige probleem met de Aziatische nieuwe industrielanden die weigeren voor hun valuta's de vaste band met de dollar op te geven. Regels kunnen in zulke situaties als positieve uitwerking hebben dat de coördinatie van het beleid der betrokken landen geleidelijk aan kan worden geïntensiveerd. Dit wordt mogelijk bevorderd door het bijkomende voordeel dat onderling overleg periodiek nodig zal zijn. Ook kan het wisselkoersbeleid er geloofwaardig en voorspelbaar door worden, zodat de wisselkoersregel een stabiliserend richtsnoer kan gaan vormen voor de verwachtingen in de partiouliere sector. Zoals Szász betoogt, zullen de spelkoerswijzigingen wel bij voorkeur beperkt van zowel omvang als intensiteit moeten zijn, opdat systematisch winstgevend speculaties ernstig worden bemoeilijkt.

## Beleidsaanbevelingen voor Nederland

Toepassing van dergelijke wisselkoersregels op een model van de Nederlandse economie wijst uit dat de resultaten zelfs attractiever kunnen zijn dan voor alle gebruikelijke stelsels, zoals zwevende en beheerst zwevende koersen en het huidige wisselkoersregime met een stringente koppeling van de gulden aan de Duitse mark 7). Een toename van de internationale kapitaalmobiliteit blijkt deze volgorde niet aan te tasten. Een ander interessante

6) R. Dornbusch, *Flexible exchange rates and excess capital mobility*, Brookings Papers on Economic Activity I, 1986.

7) Zie H. Jager, The optimal exchange-rate system and its significance for economic recovery, in: C. van Ewijk en J.J. Klant (red.), *Monetary conditions for economic recovery*, Dordrecht, 1985, en H. Jager en H.M. Amman, *Optimal sliding exchange-rate rules for a small industrial country; an empirical application of nonlinear control theory*, research memorandum 8610, Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1986.

uitkomst is dat deze toename van de internationale beweeglijkheid van kapitaal, ongeacht het gekozen wisselkoersregime, welvaartsverhogend werkt. Deze verhoging blijkt vooral uit aanpassingen in het beleid voort te komen; in het bijzonder het optimale monetair beleid wordt verruimd 8). Hier zien we de onderlinge samenhang tussen de kapitaalmobiliteit en het te voeren beleid naar voren komen.

Knoester besteedt het grootste deel van zijn bijdrage aan een evaluatie van het in Nederland gevoerde wisselkoersbeleid. Het is ietwat teleurstellend dat hij niet veel verder komt dan bekende stellingen als: „bij de huidige verhoudingen liggen de uiteindelijke gevolgen van wisselkoersveranderingen primair in de nominale sfeer”. In vergelijking tot het wisselkoersdebat dat aan het eind van de jaren zeventig is gevoerd, bevat Knoesters bijdrage weinig nieuws 9). Hij komt tot een volledige ondersteuning van het Nederlandse wisselkoersbeleid. Vreemd is dat één van de weinige punten van mogelijk wezenlijke kritiek op het beleid dat in het debat naar voren werd gebracht, te weten het bestaan van de wet van Verdoorn, geheel ongenoemd blijft.

Ook gaat Knoester voorbij aan de theoretische uitbreidingen na 1950 van keynesiaans getinte analyses van de gevolgen van de wisselkoers. Dit leidt tot een karikatuur van dit soort analyses waarin ze worden beperkt tot de z.g. Marshall-Lerner-voorwaarde. Onjuist is zijn standpunt dat het huidige Nederlandse vraagstuk van een structureel overschot op de lopende rekening dat gepaard gaat met een grote werkloosheid een fundamentele onevenwichtigheid typeert, in de betekenis die in het stelsel van Bretton Woods aan een dergelijke onevenwichtigheid werd toegekend. De noodzaak van een wisselkoersaanpassing karakteriseert een fundamentele onevenwichtigheid. Het Nederlandse beleidsvraagstuk zou echter eenvoudig door enkel een bestedingsverruiming kunnen worden opgelost. Knoester zoekt de oplossing evenwel toch in de richting van een wisselkoersaanpassing en signaleert dan de noodzaak van twee tegengesteld gerichte koerswijzigingen. Dit doet hem, volledig ten onrechte, concluderen dat aangezien een wisselkoersverandering hier geen oplossing biedt de huidige situatie „eens te meer het failliet van de – keynesiaans geïnspireerde – opvattingen over wisselkoersveranderingen uit de jaren vijftig en zestig illustreert” (blz. 63).

Erg interessant en relevant is daarentegen het tweede gedeelte van het preadvies van Knoester. Daaruit blijkt dat een beperking van de overheidsuitgaven in combinatie met een verlaging van de belastingen en premies met een zelfde bedrag, het tempo van de economische groei in Nederland substantieel lijkt te doen toenemen. De auteur stelt terecht dat een

dergelijke stimulering van de groei een belangrijke bijdrage kan leveren om uit de huidige problemen in Nederland te geraken.

De meeste inleiders benadrukten in de discussie dat de marges voor een autonoom beleid in Nederland erg klein zijn. Witteveen bracht echter terecht naar voren dat ook kleine mogelijke veranderingen in het beleid al belangrijk kunnen zijn. Tot slot nog een beleidsaanbeveling die aan deze formulering voldoet. Meys en Limburg doen de suggestie dat De Nederlandse Bank door de tegenwoordig heftige bewegingen in de kapitaalstromen wat wijdere schommelingen van de in Duitse markten uitgedrukte guldenskoers zou moeten toelaten dan ze thans doet. Zolang de Nederlandse economie immers veel vertrouwen bij beleggers en investeerders geniet, kan enig risico worden aanvaard. In feite werden deze beide preadviseurs door Szász op hun wenken bediend. Laatstgenoemde stelt namelijk voor de koersmarges in het wisselkoersarran-

gement van het EMS beter te benutten. De monetair autoriteiten laten de koers te weinig in de nabijheid van de interventiepunten komen. Wijziging van deze opstelling kan het voordeel hebben dat de marktkoers bij herschikkingen minder of in het geheel niet hoeft te veranderen. Dat zal speculatie ontmoedigen. Bovendien kan wellicht gemiddeld een lagere rente worden verwezenlijkt.

#### H. Jager

De auteur is hoogleraar internationale economische betrekkingen aan de Universiteit van Amsterdam.

8) H. Jager, *Exchange rates, capital mobility, and macroeconomic performance*. Paper gepresenteerd op het First Annual Congress van de European Economic Association, augustus 1986, Wenen.

9) Een uitstekend overzicht van dit debat is te vinden in A. Szász, *Het wisselkoersdebat*, in: E. den Dunnen; M.M.G. Fase en A. Szász (red.), *Zoeklicht op beleid*, Leiden/Antwerpen, 1981.