

monetaire integratie

Bert Scholtens*

Het proces van monetaire integratie in de Europese Gemeenschap is sinds de turbulente veranderingen in Oost-Europa in een stroomversnelling geraakt. Werd het Rapport Delors over de vorming van een economische en monetaire unie in april 1989 gepresenteerd als aanvulling op het Witboek van de Europese Commissie uit 1985, inmiddels zijn beide notities opgenomen in het streven van de Commissie naar een politieke unie in de EG. In dit artikel worden de economische aspecten van de Europese monetaire integratie onderzocht; de vorming van een politieke unie blijft buiten beschouwing.

Monetaire integratie betreft het vastmaken van wisselkoersen en het vrijmaken van het kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening. Om dit proces in goede banen te leiden lijkt coördinatie van het economische beleid noodzakelijk (Corden, 1972). De begripsbepaling op het terrein van de integratietheorie is nog niet uitgekristalliseerd. Soms worden economische en monetaire integratie als gescheiden trajecten beschouwd. Meestal wordt een wisselwerking tussen monetaire en reële economische factoren verondersteld. In het Rapport Delors wordt een hoge mate van verwantschap tussen monetaire en reële verschijnselen gepostuleerd en richten de analyse en de voorstellen zich hoofdzakelijk op monetaire factoren. In dit artikel wordt deze monetair economische invalshoek gevolgd. Een overzicht van de ontwikkeling en het gebruik van het begrip integratie in economische context is te vinden bij Machlup (1979).

De opbouw van het artikel is als volgt. Eerst wordt een beschrijving gegeven van de hoofdlijnen van het Rapport Delors. Daarna wordt op de belangrijkste aspecten van monetaire integratie nader ingegaan, te weten vaste wisselkoersen, vrij kapitaalverkeer en coördinatie van het economische beleid. Hierbij wordt de theoretische en praktische betekenis van deze elementen geanalyseerd. In de slotparagraaf wordt nagegaan of de voorstellen uit het Rapport Delors voldoende zijn om de beoogde monetaire integratie tot stand te brengen.

* Bert Scholtens werkt bij de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

1 Rapport Delors

In het rapport van de commissie Delors wordt een plan¹ gepresenteerd om te komen tot een economische en monetaire unie in de EG: de EMU. Het rapport bouwt voort op de maatregelen uit het Witboek van de Europese Commissie uit 1985 en op de mogelijkheden van de Europese Akte uit 1986. Het Witboek² bevat een programma en een agenda voor de voltooiing van een zogenaamde interne markt in de EG ultimo 1992. Het effect van de uitvoering van de Witboekmaatregelen wordt geschat op een extra economische groei van 4,5% en een toename van de werkgelegenheid met 1,5%. Het financieringssaldo van de overheden verbetert naar verwachting met ruim 2%. Als dit besteed zou worden in de vorm van lagere directe belastingen en verhoging van de overheidsinvesteringen, kan de extra groei oplopen tot 7,5% (Cecchini, 1988). Het Centraal Planbureau is voorzichtiger in haar raming en verwacht een voordeel van ongeveer de helft van deze groeicijfers. Door de grote openheid zou de Nederlandse economie wat meer van de impulsen van de Witboekmaatregelen kunnen profiteren dan de EG gemiddeld (Centraal Planbureau, 1989). De Europese Akte³ vormt een wijziging van het Verdrag van Rome. De Akte beoogt de verbetering van de besluitvorming binnen de EG, mede ter realisatie van de interne markt. De harmonisatie van regelgeving wordt vereenvoudigd door een systeem van wederzijdse erkenning van toezicht en het opstellen van minimumeisen.

De EMU behelst volgens het Rapport Delors de volledige vrijheid van verkeer van personen, goederen, diensten en kapitaal en tevens onverbrekelijk vaste wisselkoersen tussen de nationale munteenheden. De EMU zal uiteindelijk één munt kennen. Het creëren van de unie vereist een gemeenschappelijk monetair beleid en een vergaande coördinatie van het overige economische beleid, met name op het gebied van de overheidsfinanciën. De EMU vormt het eindresultaat van een proces van voortschrijdende economische integratie in de EG. Als ze gerealiseerd is, blijft de EG bestaan uit afzonderlijke staten met eigen economische, sociale, culturele en politieke kenmerken. Het economische beleid zal in vergaande mate gecoördineerd zijn. Een aantal beslissingsbevoegdheden wordt daarom naar EG-niveau overgedragen, wat een verandering van het Verdrag van Rome vereist. De integratie zal gebaseerd zijn op het subsidiariteitsbeginsel. Dit betekent dat

1 Committee for the study of economic and monetary union, Report on economic and monetary union in the European Community, Luxembourg, 1989.

2 Commissie van de Europese Gemeenschappen, De voltooiing van de interne markt, Witboek van de Commissie voor de Europese Raad, Brussel, 14 juni 1985.

3 Europese Akte, Luxemburg 17 februari 1986/s-Gravenhage 28 februari 1986 in: Meij, 1987, blz. 309-345.

'hogere' organen alleen het werk doen dat niet door 'lagere' organen kan worden gedaan.

In een drietal fasen moet de EMU tot stand gebracht worden.

In fase 1, ingaand medio 1990, moet daadwerkelijk een begin worden gemaakt met de oprichting van de unie. Hiertoe is intensivering van het huidige overleg nodig over het economische beleid. De bestaande overlegorganen van de EG zijn voor deze beleidscoördinatie in fase 1 nog geschikt. Alle EG-landen zullen lid worden van het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel (EMS). Belemmeringen voor het gebruik van de Ecu (European Currency Unit; een gewogen gemiddelde van de valuta van de EG-landen) verdwijnen. De bevoegdheden van bestaande EG-instellingen op monetair terrein worden uitgebreid. De centrale banken zullen een deel van hun reserves in een gemeenschappelijk Europees Reserve Fonds moeten storten. Dit Fonds dient om de wisselkoersen te beheersen en ervaring op te doen met het coördineren van het monetaire beleid. In fase 1 verdwijnen alle regels die het kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening nog belemmeren. Ook wordt een wijziging van het Verdrag van Rome voorbereid om de overdracht van beslissingsbevoegdheden over het beleid van de afzonderlijke lidstaten naar EG-niveau mogelijk te maken. Als de wijziging is ingevoerd kan fase 2 ingaan; er is in het rapport Delors geen concrete einddatum genoemd voor fase 1.

In fase 2 wordt het structuurbeleid en regionale beleid van de EG-landen gestroomlijnd en het EG-beleid op deze terreinen geïntensiveerd. De EG stelt indicatieve doelen op voor de economische groei en de overheidstekorten in de lidstaten. In het wisselkoersmechanisme van het EMS worden de mogelijke koersschommelingen kleiner. Ook wordt een Europees Systeem van Centrale Banken (ESCB) opgericht. De bestaande overeenkomsten op monetair terrein gaat het ESCB uitvoeren. In de tweede fase zorgt het ESCB ervoor, dat de situatie van coördinatie van monetair beleid in fase 1 geleidelijk overgaat in een gemeenschappelijk EG-beleid. Kerntaak van het ESCB is het bewerkstelligen van prijsstabiliteit.

In de derde en laatste fase zullen de fluctuatiemarges binnen het wisselkoersmechanisme verdwijnen; de wisselkoersen tussen de munten van de EG-landen worden volkomen vast. De Ecu kan dan de plaats van de verschillende nationale munten innemen. Het ESCB is verantwoordelijk voor het monetaire beleid in de EG. Het EG-beleid ten aanzien van structurele en regionale ontwikkeling wordt in fase 3 versterkt en de doelstellingen van de EG op het terrein van het macro-economische beleid en de overheidsfinanciën worden bindend. De lidstaten dragen daarvoor bevoegdheden aan EG-organen over.

Uiteindelijk zal de EMU volgens het rapport Delors gekenmerkt worden door de volgende elementen:

- één markt waarin personen, goederen, diensten en kapitaal vrij kunnen bewegen,
- volledige liberalisatie van het kapitaalverkeer en de totale integratie van financiële markten,
- één munteenheid of vaste koersen en de volledige en onomkeerbare omwisselbaarheid van de valuta,
- één centrale bank die onafhankelijk van de regeringen van de lidstaten het gezamenlijke monetaire beleid bepaalt,
- een gemeenschappelijk monetair beleid gericht op prijsstabiliteit,
- een gemeenschappelijk mededingingsbeleid en andere maatregelen gericht op het versterken van het marktmechanisme,
- een gemeenschappelijk beleid gericht op structurele verbetering van sectoren en op regionale ontwikkeling,
- macro-economische beleidscoördinatie, waaronder bindende voorschriften voor de overheidsbegroting,
- een gezamenlijke politiek tegenover de internationale economische omgeving.

De Europese Raad heeft het Rapport Delors aanvaard als basis voor een EMU tijdens haar conferentie in Madrid in juni 1989. Op een intergouvernementele conferentie in Rome in december 1990 wordt definitief besloten over de tweede en derde fase van het proces. In het voorjaar van 1990 is een duidelijke versnelling van het integratieproces in de EG opgetreden door de politieke ontwikkelingen in Midden- en Oost-Europa. Met name de vereniging van de BRD en de DDR was aanleiding voor een verhoging van het integratietempo. Verdergaande politieke samenwerking tussen de EG-lidstaten en mogelijk de vorming van een Europese Politieke Unie zal hierdoor eveneens onderdeel gaan uitmaken van de bijeenkomst in december. Het streven naar monetaire integratie is door deze ontwikkelingen in een stroomversnelling geraakt (De Meyer, 1990). De versnelling uitte zich onder andere in een vervroeging van de afschaffing van nog bestaande restricties bij het kapitaalverkeer in Frankrijk en Italië en de vervroegde afschaffing van de dubbele wisselkoers in België en Luxemburg. In het wisselkoersmechanisme zal België z'n munt nauwer binden aan de Duitse mark. Het Verenigd Koninkrijk is, na lang aarzelen, in oktober 1990 toegetreden tot het wisselkoersmechanisme.

2 Vaste wisselkoersen

Vaste wisselkoersen vormen een essentieel onderdeel van een monetaire unie. Het vastmaken van de wisselkoersen is daarom een belangrijk doel in het Rapport Delors. Onder een systeem van vaste wisselkoersen wordt een monetair stelsel verstaan, waarbij de koersverhoudingen niet veranderen tussen de verschillende deelnemende nationale munteenheden. Vaste wisselkoersen of relatief vaste koersverhoudingen verminderen de onzekerheid in het internationale betalingsverkeer. Behalve een debiteurenrisico en een renterisico lopen exporteurs namelijk koersrisico. Buitenlandse afnemers krijgen dikwijls krediet van hun leveranciers en tussen order, productie, verschepping en ontvangst kan veel tijd verstrijken. Fluctueert de wisselkoers, dan is de exporteur onzeker over de opbrengst van transacties in de nationale munteenheid. Is de koersfluctuatie beperkt, of ontbreekt ze geheel, dan is de exporteur minder onzeker over de exportopbrengst. Die geringere onzekerheid vertaalt zich bijvoorbeeld in het niet hoeven afsluiten van valutatermijntransacties of koersrisicoverzekeringen. Het vastmaken van de koersen betekent dat landen af moeten zien van de wisselkoers als instrument van economische politiek. Bepaalde economische regio's en sectoren kunnen dan geen baat meer hebben bij prijs- en concurrentievoordelen, voortvloeiend uit een depreciatie van de nationale valuta.

In strikte zin is zelden sprake geweest van vaste wisselkoersen. Alleen in de periode van de Gouden Standaard (ca. 1870-1914) handhaafden landen onverbrekelijk vaste koersen, maar zelfs toen vonden incidenteel koerserschikkingen plaats (Kindleberger, 1984). Ten tijde van het stelsel van Bretton Woods (1944-1971) fluctueerden de koersen van een groot aantal landen binnen zeer nauwe marges tegenover de dollar. Men spreekt wel van een stelsel met vaste, maar aanpasbare wisselkoersen.

Na Bretton Woods vertoont het internationale monetaire systeem een kaleidoscopisch beeld (IMF, 1990). Een groot aantal ontwikkelingslanden heeft haar munteenheid gekoppeld aan die van een ander land. Vooral de VS-dollar vervult hierbij de rol van haakje ('peg'), waaraan de nationale valuta is opgehangen. In 1989 waren er ongeveer 30 landen die hun valuta aan de dollar hadden gekoppeld. De Franse franc vervult de rol van 'peg' voor 14 Afrikaanse landen. Daarnaast zijn er landen die hun valuta in een vaste waardeverhouding stellen tegenover het gewogen gemiddelde van een aantal andere valuta: de zogenaamde valutamand. Zo koppelen zeven landen hun munt aan de 'special drawing right' van het IMF; ruim 30 landen kiezen voor een andere samenstelling van de valutamand. Verder zijn er landen die hun valuta slechts in beperkte mate laten fluctueren tegenover één munt of tegenover een groep munten. De landen die

deelnemen aan het wisselkoersmechanisme van het EMS handhaven een fluctuatiemarge van 2,25% rond de bilaterale pariteiten tegenover andere deelnemende valuta.⁴ Door de zeven grootste industrielanden (G-7) worden afspraken gemaakt over de gewenste ontwikkeling van de belangrijkste koersverhoudingen, in casu VS dollar - Yen en VS dollar - DMark.

Het EMS is van start gegaan in het voorjaar van 1979. Szász (1988) geeft een helder overzicht van het ontstaan en de werking van het EMS en haar wisselkoersmechanisme ('exchange rate mechanism' = ERM). Het ERM heeft als doel de onderlinge koersen te stabiliseren. Voor iedere munt geldt een spilkoers uitgedrukt in Ecu, die wordt gebruikt voor de vaststelling van een raster van bilaterale spilkoersen. Rond de bilaterale spilkoersen geldt een fluctuatiemarge van 2,25% (Spanje en het Verenigd Koninkrijk 6%). Als deze grens bereikt wordt, moet verplicht in deze valuta geïntervenieerd worden. Al eerder, vanaf een niveau van 75% van de maximale marge, moeten maatregelen genomen worden, zoals vrijwillige interventie, binnenlandse aanpassingen van het economische beleid, of aanpassing van de spilkoers. Het doel van het wisselkoersmechanisme is inmiddels gerealiseerd: de koersen van de deelnemende landen zijn tamelijk stabiel. Tevens is de prijs- en rente-ontwikkeling binnen het ERM geconvergeerd, en is deze convergentie groter geweest dan buiten het ERM het geval was (Russo en Tullio, 1988). In de beginjaren was van stabiliteit nog weinig sprake. Toen waren er dikwijls aanzienlijke aanpassingen van de spilkoersen. Na 1983 is het aantal herschikkingen afgenomen qua omvang en frequentie⁵.

In tabel 1 zijn gegevens vermeld over de wisselkoersfluctuaties van de valuta van twee groepen industrielanden. De variabiliteit van de wisselkoersen van de ERM-landen is gedurende het EMS teruggelopen. Dit betreft de koersfluctuaties tegenover andere deelnemers van het wisselkoersmechanisme. Ook de effectieve wisselkoersen van de ERM-landen zijn minder gaan fluctueren. De afname van de koersfluctuatie is groter voor de bilaterale dan voor de (multilaterale) effectieve wisselkoersen. Bij de laatste wordt rekening gehouden met de omvang van de onderlinge handelsstromen. De variabiliteit van de koersen van de ERM-landen tegenover enkele landen die niet deelnemen aan het wisselkoersregime is daarentegen toegenomen. Deze toename is groter dan verwacht zou mogen worden op

⁴ In het najaar van 1990 nemen alle EG-landen deel aan het wisselkoersmechanisme van het EMS, behalve Portugal en Griekenland. Portugal wil in 1991 toetreden. Griekenland wenst eveneens toe te treden, maar niet voor 1993.

⁵ In totaal heeft 12 maal een herschikking plaatsgevonden binnen het ERM: 7 in periode 1979-1983, 5 daarna. De meest recente aanpassing vond plaats in januari 1990 en de voorlaatste in januari 1987.

grond van de beperkte toename van de variabiliteit van de koersen van de non-ERM-valuta (Gutián, 1988).

Tabel 1 Variabiliteit van de wisselkoers

	periode	gemiddelde ERM landen ¹	gemiddelde non-ERM landen ²
Bilaterale wisselkoers³			
tegenover			
ERM-valuta			
nominaal	74-78	28.4	34.5
	79-86	15.4	36.8
reël	74-78	25.8	31.7
	79-86	16.1	36.1
tegenover			
non-ERM-valuta			
nominaal	74-78	36.3	39.6
	79-86	46.8	43.2
reël	74-78	34.5	35.3
	79-86	45.4	44.1
Effectieve wisselkoers			
nominaal	74-78	23.1	28.7
	79-86	21.8	28.9
reël	75-78	26.4	33.9
	79-86	22.5	32.0

¹ België, BRD, Denemarken, Frankrijk, Italië, Ierland, Luxemburg, Nederland.

² Canada, Japan, Noorwegen, Oostenrijk, VS, VK, Zweden, Zwitserland.

³ Variatiecoëfficiënt van de gemiddelde maandelijkse wisselkoersen.

bron: Gutián, 1988, blz. 20.

Ondanks het succes van het wisselkoersmechanisme bestaat er kritiek (Schinasi, 1989). Wisselkoersstabiliteit kan geen doel op zich zijn en het streven naar wisselkoersstabiliteit zou ten koste gaan van andere economische doelstellingen, met name economische groei en werkgelegenheid. Ook zou de BRD een dominerende rol in het mechanisme vervullen en zou de Bundesbank haar monetaire beleid aan andere deelnemers opleggen.

De Grauwe (1989) constateert dat de economische groei in de deelnemende landen achter is gebleven tegenover landen die niet deelnemen aan het ERM. Hij wijst hiervoor op twee mogelijke verklaringen. De wisselkoers heeft te weinig invloed op reële variabelen als handel en productie. De wisselkoersstabiliteit van de ERM-landen woog daardoor niet op tegen factoren als handelspolitiek, belastingpolitiek en aanbodverhoudingen, die in de ERM-landen ongunstiger waren dan elders. De andere verklaring van De Grauwe is dat het mechanisme nog niet ver genoeg gaat: niet alle onzekerheid wordt immers geëlimineerd.

Een tweede kritiek richt zich op de dominante rol van de Bundesbank (zie ook Szász, 1988). Het monetaire beleid van de Bundesbank is vooral gericht op beperking van de inflatie. Andere landen van het ERM kunnen daardoor moeilijk een groeibevorderend beleid voeren, zonder de dreiging van betalingsbalansaanpassingen of spanningen op de valutamarkt. In de praktijk van het ERM blijken de deelnemers namelijk reeds voor de 75%-marge te interveniëren: de zogenaamde intra-marginale interventies. Economisch zwakkere landen moeten dan extra inspanningen leveren om hun munt gekoppeld te houden aan de DMark. De kosten van die inspanningen vertalen zich in een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans tegenover de BRD. Deze asymmetrische aanpassing vloeit voort uit de spilfunctie van de DMark in het wisselkoersmechanisme. Deze rol was weggelegd voor de Ecu, maar praktische bezwaren stonden het beoogde functioneren ervan in de weg.

In het Rapport Delors wordt voorgesteld de koersen geleidelijk steeds minder te kunnen laten fluctueren, tot uiteindelijk volledig vaste koersen bestaan. Alle EG-landen moeten tot het wisselkoersmechanisme toetreden. Over de dominante rol van de DMark laat het rapport zich niet expliciet uit. In feite komt hieraan een eind, als het monetaire beleid door een gemeenschappelijk instituut bepaald wordt (Russo en Tullio, 1988).

Als de afzonderlijke munten in een vaste verhouding staan tegenover elkaar, kunnen ze vervangen worden door één gemeenschappelijke munt. Strikt noodzakelijk is dit niet, maar vooral ter vermindering van de transactiekosten bij betalingen binnen de EG kan het kostenbesparend zijn⁶. Of deze gemeenschappelijke munt de huidige Ecu moet zijn, is een punt van discussie (Scholtens, 1990). De monetaire autoriteiten weigeren tot dusver de Ecu als volwaardig geld te accepteren, waardoor de rol van de Ecu op particuliere financiële markten beperkt is gebleven. Dit maakt het wellicht in politiek opzicht problematisch om de Ecu om te vormen tot de eventuele gemeenschappelijke munteenheid in de Gemeenschap.

⁶ De Europese Commissie schat het voordeel van vaste wisselkoersen voor het bedrijfsleven op ECU 15 tot 20 miljard (Europe Documents, No. 1606, 24-3-1990).

Mocht er een vaste wisselkoers binnen de EG tot stand komen, dan zijn de koersen tussen de EG-valuta vast, maar blijft er sprake van koersvorming tegenover munten van landen buiten de Gemeenschap. Dan wordt het relevant welke wisselkoerspolitiek de EG gaat voeren tegenover de rest van de wereld. Overwegingen bij deze keuze zijn de mate waarin de EG invloed wil uitoefenen op het internationale monetaire systeem en de doelstellingen die ze wil nastreven met de wisselkoers op het terrein van de economische ontwikkeling binnen de EG. Deze overwegingen kunnen tot tegengestelde aanbevelingen leiden. Vanuit bijvoorbeeld het forum van de G-7 kan de wens uitgesproken worden om de koers tegenover de dollar en de yen te stabiliseren, terwijl het voor bepaalde internationaal concurrerende bedrijfstakken binnen de EG wenselijk kan zijn om te depreciëren tegenover die valuta.

3 Vrij kapitaalverkeer

Naast vaste wisselkoersen is het streven naar vrij kapitaalverkeer en onbelemmerde financiële dienstverlening de tweede poot van de EMU. Het Rapport Delors pleit dan ook met kracht voor het implementeren van dit streven in de wetgeving van de lidstaten.

In eerste instantie dienen kapitaalstromen ter financiering van de tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. De ratio achter het vrijmaken van kapitaalverkeer is het verbeteren van de allocatie van de produktiefactor kapitaal. Fukao en Hanazaki (1987) tonen aan dat, onder bepaalde voorwaarden, vrijmaking tot een welvaartsverbetering leidt. Verschillen in opbrengstvoeten worden bepaald door verschillen in de marginale kapitaalproduktiviteit, de tijdsvoorkeur, en de liquiditeitsvoorkeur. Het wegnemen van belemmeringen in het kapitaalverkeer heeft tot gevolg dat het kapitaal stroomt naar de plaats met de hoogste marginale opbrengst. Dit leidt tot egalisatie van de opbrengstvoeten. Ook aan een per land uiteenlopende tijdsvoorkeur en liquiditeitsvoorkeur kan bij vrij verkeer van kapitaal tegemoet gekomen worden. Op micro-economisch vlak leidt volledige kapitaalmobiliteit tot een grotere mate van concurrentie op financiële markten. De welvaartsverbetering is potentieel. In de praktijk bestaan talloze factoren die verstoring werken ten aanzien van de efficiënte werking van markten, zoals belastingwetgeving en marktbescherming.

De regulering van kapitaalmarkten vloeit voort uit de motieven die ten grondslag liggen aan het beperken van het internationale kapitaalverkeer. Deze motieven zijn onder te verdelen in een viertal groepen (Cairncross, 1973). Vrij kapitaalverkeer beperkt de mogelijkheden voor een nationaal economisch beleid gericht op prijs-

stabiliteit en werkgelegenheid. Een stimulerend beleid lekt in hoge mate weg naar het buitenland via zowel de reële als de monetaire sfeer. Door kapitaalrestricties kan druk op de wisselkoers voorkomen worden en kan men de nationale economische doelstellingen trachten te realiseren. Een tweede motief is de onafhankelijkheid van het monetaire beleid. Het richten van de aandacht van beleidsmakers op de geldhoeveelheid betekent dat men invloed wil uitoefenen op de drie bronnen van geldcreatie: overheid, banken en buitenland. De invloed van de autoriteiten strekt zich niet uit tot het gedrag van buitenlandse partijen, zodat men alleen door kapitaalrestricties in staat is de geldschepping uit deze bron te beheersen. Ook de bescherming van de nationale kapitaalmarkt en de nationale financiële instellingen kan genoemd worden als motief. Kapitaaluitvoer zou de ontwikkeling van de eigen economie kunnen schaden door vermindering van de investeringen en het bemoeilijken van de tekortfinanciering van de overheid. Vrije toetreding van buitenlandse financiële intermediairs zou de positie van nationale financiële instellingen bedreigen. Nauw hiermee verwant is het vierde motief, te weten de beheersing van directe investeringen uit het buitenland. Nationale industriepolitieke overwegingen spelen hierbij een rol: toenemende concurrentie en vermindering van de zeggenschap van binnenlandse marktpartijen zijn redenen om het kapitaalverkeer te belemmeren.

Het kapitaalverkeer binnen de EG is na het herstel van de convertibiliteit in 1958 geleidelijk geliberaliseerd. Het uitgangspunt daarvoor waren de liberalisatiecodes van de OESO voor kapitaalverkeer en onzichtbaar verkeer. Met de toenemende valutaire spanningen en het ineensstorten van het stelsel van Bretton Woods kwam in het begin van de jaren zeventig een eind aan de liberalisatietendens. Talloze landen introduceerden restricties op het kapitaalverkeer om hun economie af te schermen van internationale ontwikkelingen. De restricties bleken niet altijd succesvol door de verwevenheid van economieën en de mogelijkheden van financiële instellingen om verschillende risico's uiteen te rafelen en aldus restricties te omzeilen (BIS, 1986; Gros, 1987). Aan het eind van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig ontstond een elkaar versterkende wisselwerking tussen de internationalisering, automatisering en deregulering van financiële markten (Scholtens, 1988). Medio 1990 wordt het merendeel van het kapitaalverkeer in de meeste EG-landen niet meer gehinderd door specifieke wetgeving met betrekking tot dit verkeer.

Kapitaalmobiliteit wordt op verschillende manieren bepaald. Maar aan elke methode kleven theoretische en empirische bezwaren, zodat geen eenduidigheid bestaat over de feitelijke kapitaalmobiliteit. Hier worden drie manieren nader beschouwd. Helaas hebben de bestaande onderzoeken niet uitsluitend de EG als

domein maar een veelomvattender gebied, zoals dat van de BIS-landen of de OECD-lidstaten.

Eén manier om de mobiliteit te bepalen is het analyseren van de omvang van de kapitaalstromen. Op internationale kapitaalmarkten wordt nu jaarlijks ruim \$ 400 miljard opgenomen, terwijl de vorderingen van banken op het buitenland meer dan \$ 5.000 miljard bedragen⁷. Een probleem bij deze benadering van mobiliteit is dat weinig inzicht bestaat in de reële economische betekenis van deze bedragen. Ruim driekwart van de vorderingen luidt bijvoorbeeld op de korte termijn en is bedoeld om de matching van banken te optimaliseren.

Een tweede benadering van kapitaalmobiliteit is het onderzoeken van de relatie tussen de spaarquote en de investeringsquote in verschillende landen. Feldstein en Horioka (1980) vonden een hoge correlatie tussen spaar- en investeringsquote in een land en concludeerden hieruit dat kapitaal weinig mobiel is. Wong (1990) komt eveneens tot de conclusie dat er een hoge mate van correlatie is, maar leidt daar uit af dat dit niet noodzakelijkerwijs betekent dat landen 'gesloten' zijn. Met name de relatieve omvang van de sector die niet-verhandelbare goederen en diensten produceert, gooit volgens Wong roet in het eten. Als huishoudens wel en niet verhandelbare producten consumeren, leidt een stijging van de spaarquote tot toename van hun vermogen en tot consumptie in de toekomst. De consumptieve niet-verhandelbare productie kan alleen maar toenemen als de investeringen in deze sector toenemen. Ook al is kapitaal internationaal volledig vrij, dan nog zal men een hoge correlatie kunnen vinden tussen sparen en investeren. Wong signaleert dat de correlatie in de OECD aanzienlijk hoger is dan in ontwikkelingslanden en ziet dit als een bevestiging voor zijn hypothese.

Een derde benadering van mobiliteit is de analyse van prijsbewegingen, in casu de rente-ontwikkeling. Deze benadering is onder andere gevolgd door Frankel en MacArthur (1988) en Obstfeld (1986). In hun studies worden verschillende vormen van interestpariteit nader geanalyseerd. Bij vrij kapitaalverkeer wordt het kapitaal belegd waar het verwachte rendement het hoogst is. Vrij kapitaalverkeer zal leiden tot een steeds groter verband tussen de verschillende nationale rentevoeten en tot een steeds grotere mate van afhankelijkheid in de rentebewegingen. Uit de studies blijkt met name het laatste effect zich voor te doen in een aantal OECD-landen. Rentefluctuaties gaan meer en meer synchroon lopen. Een duidelijke convergentie van het rentepeil is daarentegen niet zichtbaar. Binnen de OECD loopt de mate van kapitaalmobiliteit uiteen. In de EG is ze bijvoorbeeld

⁷ OECD, Financial Market Trends, No. 46, Paris, May 1990, blz. 8 en BIS, 60th Annual Report, Basle, June 1990, blz. 125.

relatief hoog in de Bondsrepubliek, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en België, en tamelijk laag in Griekenland, Spanje en Portugal. Of de kapitaalmobiliteit in de loop der tijd toegenomen is, is nog onduidelijk. Deels komt dit door onvolkomenheden in het datamateriaal, deels door de beperkingen van het concept mobiliteit (Obstfeld, 1986).

Het Witboek en het Rapport Delors pleiten voor de volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer en de financiële dienstverlening in de EG. De kosten van het niet opvolgen van de aanbeveling tot liberalisatie worden geschat op circa Ecu 22 miljard (Price Waterhouse, 1988). Met richtlijnen wordt in de EG gepoogd materiële, technische en fiscale belemmeringen op te heffen. Door kostenvermindering in directe zin en door schaalvoordelen kunnen de prijzen van financiële producten dan teruglopen. In tabel 2 is dit weergegeven voor acht EG-landen voor de diensten van banken, verzekeringsinstellingen en effectenbedrijven. Het betreft hier enerzijds een mogelijke kostenverlaging onder invloed van de liberalisering en anderzijds een te verwachten prijsverlaging.

Tabel 2 Potentiële en te verwachten procentuele kostendaling van financiële producten naar activiteit in de financiële sector.

	B	BRD	F	IT	L	NL	S	VK	EG ¹
bancair									
potentieel	16	33	25	18	16	10	34	18	21
verwacht	8	13	13	9	8	5	20	9	11
verzekeringen									
potentieel	31	10	24	51	37	1	32	4	24
verwacht	16	5	12	26	19	1	19	2	12
effecten									
potentieel	53	11	23	33	9	18	44	12	25
verwacht	26	6	12	17	5	9	26	6	13
totaal financiële sector									
potentieel	23	25	24	29	17	9	34	13	22
verwacht	11	10	12	14	8	4	21	7	11

¹ Ongewogen gemiddelde van de acht landen.

bron: Price Waterhouse, 1988, blz. 22-23.

De mogelijke kostenverlaging heeft betrekking op de verandering die kan optreden als in de verschillende landen op identieke wijze geproduceerd zou worden als geschiedt in het land of de landen waar dat nu het meest efficiënt gebeurt. De te verwachten prijsdaling heeft betrekking op de verandering die resulteert als gevolg van de opheffing van de reglementaire belemmeringen ten aanzien van de financiële producten. In de landen die nu reeds het meest geliberaliseerd zijn (Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Luxemburg) wordt het geringste effect verwacht, terwijl in landen met tot voor kort veel kapitaalrestricties (Spanje, Italië) de grootste gevolgen voorzien worden. In de drie onderscheiden activiteiten zijn de kostenreducties ongeveer even omvangrijk, namelijk een potentiële kostendaling van 20 tot 25% en een verwachte daling van ruim 10%. Per activiteit lopen de mogelijke voordelen per land aanzienlijk uiteen. In Nederland valt bijvoorbeeld bij effectenbemiddeling een aanzienlijke kostenreductie te constateren, terwijl men in de Bondsrepubliek vooral lagere kosten kan behalen bij bancaire producten.

De maatregelen om een gemeenschappelijke markt voor financiële diensten te creëren zijn reeds in een vergevorderd stadium. Zo is de richtlijn voor de liberalisatie van het kapitaalverkeer reeds van kracht. In de EG zijn daardoor de kapitaaltransacties per 1 juli 1990 vrijgegeven⁸. De liberalisatie van de bancaire sector wordt geregeld in de Tweede Coördinatierichtlijn Bankrechtharmonisatie. In deze richtlijn zijn voorwaarden geformuleerd voor het opereren van banken, zoals een minimaal eigen vermogen, begrenzing van deelneming in andere financiële instellingen, informatie aan grootaandeelhouders en informatie aan toezichthouders. Twee richtlijnen vormen een noodzakelijke voorwaarde voor de Tweede Coördinatierichtlijn: één ten aanzien van de definiëring van het eigen vermogen en één voor de bepaling van de solvabiliteit. Bij de vermogens- en solvabiliteitstoetsing sluit de EG in hoge mate aan bij het beleid dat in internationaal verband (in casu dat van de Bank for International Settlements) voorgestaan wordt op dit terrein (DNB, 1988).

De vrijmaking van het kapitaalverkeer in de EG is niet uitputtend en omvat niet alle landen op gelijkwaardige basis, terwijl de mogelijkheid bestaat om vrijwaringsmaatregelen te nemen. Tevens verschillen de voorwaarden waaronder de financiële instellingen in de lidstaten opereren. De belastingstelsels geven bijvoorbeeld aanleiding voor een verschillende behandeling van rente-inkomsten en rente-uitgaven (Fukao en Hanazaki, 1987). Vergelijkbare problemen doen zich voor op het gebied van de sociale zekerheid en de pensioenvoorziening. Van

⁸ Spanje, Ierland, Portugal en Griekenland kennen een ingangsdatum van 1 juli 1992, waarbij de laatstgenoemde twee landen een uitloopmogelijkheid hebben tot 1995.

daadwerkelijk vrij kapitaalverkeer lijkt dan ook niet gesproken te kunnen worden (Folkerts-Landau en Mathieson, 1989). Of desondanks de verwachte kostenverlagingen gerealiseerd worden is daarom onduidelijk. Verder is onzeker of de kostenverlaging ook tot uitdrukking komt in de prijs van financiële producten, of dat de financiële instellingen hun winst- en vermogenspositie ermee zullen verbeteren. Een ander vraagstuk hangt samen met de behandeling van financiële instellingen van buiten de EG, de zogenaamde reciprociteitsvraag. Moet het bijvoorbeeld zonder meer aan banken uit Japan en de VS toegestaan worden binnen de EG te opereren op dezelfde wijze als EG-banken, als hen een vergunning door een toezichthouder in één der lidstaten verleend is? Of mogen dergelijke banken alleen op dezelfde manier in de EG opereren als waarin dat EG-banken in Japan en de VS toegestaan is? Deze reciprociteitsvraag is nog niet eenduidig beantwoord.

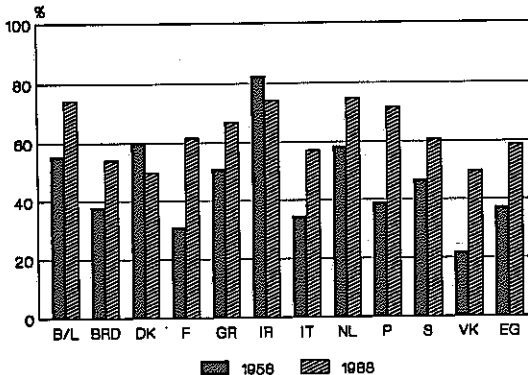
4 Beleidscoördinatie

Bij het gelijktijdig nastreven van volledig vaste wisselkoersen en een volkomen vrij kapitaalverkeer ontstaat een spanning. Maatregelen die de liquiditeit in een economie beïnvloeden (monetair beleid, begrotingsbeleid, loonbeleid), kunnen leiden tot een druk op de rente. Dit heeft internationale kapitaalbewegingen tot gevolg die het oorspronkelijke beleid kunnen tegenwerken en de wisselkoers(verwachting)en beïnvloeden. Onbelemmerde kapitaalstromen kunnen snel reageren op koersveranderingen en op verwachtingen daaromtrent. Aldus wordt het vastmaken van de wisselkoersen bemoeilijkt. Coördinatie van het economische beleid kan verhinderen dat deze tegenstrijdigheid optreedt, door het wegnemen van onevenwichtigheden die aanleiding zouden kunnen zijn voor verwachtingen omtrent de wisselkoersontwikkeling. De controle over de economie die de afzonderlijke landen kwijtraken wordt dan uitgeoefend op gemeenschappelijk niveau (Corden, 1972; De Grauwe, 1989). Beleidscoördinatie is daarom noodzakelijk in geval van het vastmaken van wisselkoersen en het tegelijkertijd vrijmaken van het kapitaalverkeer. Beleidscoördinatie behelst het overleg tussen landen en de afstemming van het beleid in de landen op gemeenschappelijke geformuleerde doelen. Economisch beleid in een bepaald land geeft immers aanleiding tot effecten op de produktie en de monetaire situatie in andere landen als economieën met elkaar verweven zijn. Met behulp van beleidscoördinatie tracht men deze effecten zoveel mogelijk te internaliseren (Frenkel, Goldstein en Masson, 1989). De invloed van het beleid van een land op de economie van een ander land is gebaseerd op de invloed van 'grote' landen op prijsfactoren, waartoe ook de wisselkoers gerekend wordt, en op volumefactoren

(handels- en kapitaalstromen). Het bestaan van collectieve goederen is eveneens een invloedsfactor. Collectieve goederen spelen een belangrijke rol in de beleidsvorming van nationale overheden. Met de mogelijkheid tot prijsbeïnvloeding betekent hun bestaan een afwijking van het standaardmodel met volledige mededinging en zekerheid over prijzen (Frenkel, Goldstein en Masson, 1989). Vergaande coördinatie van het economische beleid leidt er toe, dat er binnen de EG een zelfde belang aan de verschillende doelstellingen van economische politiek gehecht moet worden. Het ontbreekt op dit moment aan organen die in staat zijn dergelijke prioriteiten te bepalen. Een wijziging van het Verdrag van Rome is nodig om beslissingsbevoegdheid over te dragen van nationaal naar centraal niveau.

Kijken we naar de situatie in de EG, dan valt een toenemende mate van economische interdependentie te constateren. In figuur 1 is dit geïllustreerd aan de hand van de uitvoer naar EG-partners van de lidstaten in 1958 en 1988. Gemiddeld bedroeg de intra-EG uitvoer in 1958 37,2% van hun totale uitvoer. In 1988 was dit toegenomen tot 58,7%: een stijging van bijna 60%. De toename was vooral sterk in het Verenigd Koninkrijk (+129%), Frankrijk (+99%), Portugal (+84%) en Italië (+66%). Een afname van het relatieve belang van de EG-landen als handelspartners valt te signaleren in Denemarken (-16%) en Ierland (-10%). In de andere lidstaten nam het relatieve belang van de uitvoer naar andere EG-landen met circa 30% toe.

Figuur 1 Intra-EG exporten
als percentage van de totale export



Het relatieve belang van de uitvoer voor de economie van de twaalf landen van de Gemeenschap is in deze periode gestegen van gemiddeld 19 naar 29% van het bruto binnenlands produkt. Op grond hiervan mag een aanzienlijke invloed verwacht worden van het beleid in één lidstaat op de economie van een andere lidstaat.

Het functioneren van het EMS en met name van het ERM, kan als graadmeter beschouwd worden van de mate waarin de deelnemende landen er in slagen hun beleid zodanig te coördineren dat geen spanningen op de kapitaal- en valuta-markten ontstaan. Artis en Taylor (1988) tonen aan dat het ERM geleid heeft tot een reductie in de wisselkoersvariantie. Dit is volgens hen niet ten koste gegaan van een toename van de fluctuaties van de rente. Ze geven aan dat dit resultaat mede het gevolg is van het bestaan van kapitaalrestricties in Frankrijk en Italië. De spanning tussen beide doelstellingen uit het Rapport Delors blijkt dus ook op praktisch niveau te bestaan en beleidscoördinatie is daarom onontbeerlijk.

Binnen de EG vindt op talloze terreinen beleidscoördinatie plaats. In de meest directe vorm geschiedt dit in de Raad van Ministers, maar er zijn talloze overlegorganen van verschillende ministers en andere autoriteiten (Swann, 1988). In het perspectief van de monetaire integratie is het Comité van presidenten van centrale banken van belang. Dikwijls in overleg met de ministers van financiën en/of de ministers van economische zaken (Ecofin) komen zij tot beleidsvoorstellen (Szász, 1988). In het Rapport Delors wordt voorgesteld deze organen een prominentere rol te laten spelen. Voor de coördinatie van het monetaire beleid zal het ESCB opgericht moeten worden. Het Rapport Delors geeft aan dat niet alleen het monetaire beleid gecoördineerd en gecentraliseerd moet worden. Begrotingsbeleid, regionaal en sectoraal beleid, en de mededingingspolitiek moeten ook in hoge mate op elkaar afgestemd worden. Onduidelijk is of deze afstemming noodzakelijk is en in welke mate het beleid op elkaar dient aan te sluiten.

Het zijn met name de overheidsfinanciën die Delors en de Commissie zorgen baren. De omvang en aanwending van de overheidsuitgaven is van invloed op de economische ontwikkeling en vooral de financiering van tekorten heeft gevolgen voor financiële markten. Van Ewijk (1990) onderscheidt drie effecten. In de eerste plaats brengt de schuld rente- en aflossingsverplichtingen met zich mee. Dit betekent mogelijkserwijs een stijgende rentelast voor de begroting, monetaire financiering door de overheid en 'crowding out' voor de particuliere sector. Behalve deze budgettaire effecten heeft overheidsschuld ook inkomens- en vermogenseffecten. Schuldfinanciering in plaats van belastingheffing betekent een lastenverschuiving naar de toekomst. De inkomens van de huidige generatie nemen toe ten koste van die van komende generaties. Investerings kunnen door consumptie verdrongen worden, waardoor de toekomstige productiecapaciteit

aangetast wordt. Een derde effect van de schuld is het veranderen van de samenstelling en de prijzen van vermogen van de particuliere sector: het portefeuille-effect. De staatsschuld beïnvloedt de koers en het tarief van obligaties. Afhankelijk van de mate van substitutie tussen financiële activa gaan er dan effecten uit op de vraag naar andere vermogenstitels.

Lamfalussy (1989) voert in een bijlage bij het Rapport Delors vier argumenten aan voor de coördinatie van het begrotingsbeleid in een economische en monetaire unie:

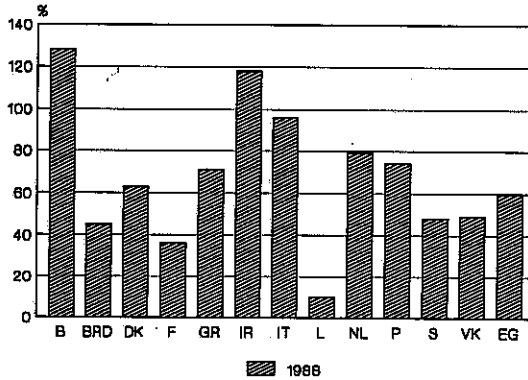
- de noodzaak van een goed begrotingsbeleid van de unie,
- de behoefte aan het vermijden van de situatie waarbij één lidstaat een meer dan evenredig beroep doet op de gezamenlijke besparingen van de leden,
- het gevaar voor een tendens in de richting van het ontbreken van begrotingsdiscipline,
- de behoefte aan convergentie van de overheidsfinanciën gedurende de overgangperiode naar een unie.

Deze argumenten zijn gebaseerd op politieke overwegingen; een economisch-theoretische onderbouwing ontbreekt. Aanwending van de besparingen daar waar het de hoogste opbrengst genereert is juist een argument voor de vrijmaking van kapitaalverkeer (Fukao en Hanazaki, 1987). Als de marginale kapitaalproductiviteit in bijvoorbeeld Ierland hoger is dan in Duitsland, kan aanwending van Duits spaargeld in Ierland het inkomen in beide landen verhogen. Normen voor de omvang van de overheid, de aanwending van de middelen, de tekorten, en de tekortfinanciering zijn uiteindelijk gebaseerd op preferenties van economische subjecten. Voor de economische theorie zijn deze preferenties gegeven.

Een belangrijke indicator voor de toestand van de overheidsfinanciën vormt de overheidsschuld. In figuur 2 staat de bruto overheidsschuld als percentage van het bruto binnenlands product van de EG-lidstaten in 1988. Gemiddeld bedraagt dit percentage 60, maar de overheidsschuld loopt tussen de lidstaten sterk uiteen: het laagst is ze in Luxemburg (10%) en het hoogst in België (128%). Beide landen vormen samen een economische unie en hebben hun valuta vastgekoppeld, zonder dat het begrotingsbeleid gecoördineerd wordt. Nederland en Duitsland vormen ook een voorbeeld van het verschijnsel dat wisselkoersstabiliteit en vrij kapitaalverkeer kan bestaan, zonder dat er sprake is van een uniforme economische situatie. De werkloosheid en de staatsschuld zijn in Nederland bijvoorbeeld reeds lange tijd aanzienlijk hoger dan in de Bondsrepubliek. Het monetaire beleid van Nederland is sterk gericht op dat van Duitsland, zonder dat het begrotingsbeleid op het Duitse beleid afgestemd is. De economische noodzaak van beleidscoördinatie lijkt dus niet per sé te bestaan voor het terrein van de overheidsfinanciën; politieke overwegingen kunnen misschien wel aanleiding geven

voor afstemming van het begrotingsbeleid en de schuldpolitiek, maar dit aspect wordt hier niet nader onderzocht.

Figuur 2 Overheidsschuld in de EG, 1988
percentage van bruto binnenlands product



Bron: CEC, 1989, blz. 149

5 Slotopmerkingen

Het Rapport Delors beoogt de vorming van een economische en monetaire unie in de Europese Gemeenschap. Daartoe wordt gepleit voor het vastmaken van de wisselkoersen van de EG-valuta en het mogelijk vervangen van de verschillende munten door een gemeenschappelijke munteenheid. Hierdoor vermindert de onzekerheid voor het betalingsverkeer in de EG, maar verliest men de wisselkoers als instrument van economische politiek. Tijdens het EMS zijn de koersen gestabiliseerd van de munten van de landen die deelnemen aan het wisselkoersmechanisme. De economische prestaties van deze landen lijken echter te wensen over te laten, terwijl binnen het mechanisme gesproken kan worden van een asymmetrische aanpassingslast. Als de koersen vast zijn, staat men in de EG voor de keuze welke internationale wisselkoerspolitiek gevoerd moet worden. Daaromtrent bestaat nu nog geen zekerheid. Het Rapport Delors pleit tevens voor vrij kapitaalverkeer binnen de EG. Hiermee kan de aanwending van de productiefactor kapitaal verbeterd worden. Er zijn veel factoren die invloed hebben op deze allocatie, te denken valt aan de belastingen, de sociale zekerheid en de pensioenvoorziening. Het beleid dat deze factoren beïnvloedt is (nog) niet gehar-

moniseerd, waardoor het potentiële effect van de allocatie van kapitaal binnen de EG niet bereikt kan worden. Onzekerheid bestaat verder over de behandeling van financiële instellingen van buiten de Gemeenschap: de reciprociteitsvraag. Vrije toetreding zal positieve welvaartseffecten voor de wereld als geheel kunnen hebben, maar het belang van financiële instellingen uit de EG kunnen schaden. Coördinatie van het economische beleid lijkt nodig om tegelijkertijd vaste koersen en vrij kapitaalverkeer te kunnen realiseren. Met het wegnemen van economische onevenwichtigheden kan voorkomen worden dat verwachtingen omtrent rente- en wisselkoersontwikkelingen ontstaan, die het streven naar vaste koersen zouden kunnen bemoeilijken. Een kernvraag hierbij is wát gecoördineerd moet worden. Moet alleen het monetaire beleid op elkaar afgestemd worden, of moeten er ook centrale richtlijnen komen voor het begrotingsbeleid? Het Rapport Delors pleit voor dit laatste alternatief. De ervaringen van België en Luxemburg en van de Bondsrepubliek en Nederland wijzen evenwel niet op de economische noodzaak van vergaande uniformering van het begrotingsbeleid. Als de financiële markten niet perfect werken, in die zin dat vermogenstitels niet perfect substitueerbaar zijn, is het zelfs mogelijk dat er nog ruimte is voor enige beleidsvrijheid op monetair terrein (Kuipers en Sterken, 1990).

In dit artikel is de theoretische en praktische betekenis voor monetaire integratie geschetst van vaste wisselkoersen, vrij kapitaalverkeer en beleidscoördinatie. Alleen economische argumenten lijken onvoldoende om een stevig fundament te leggen voor een 'Fort Europa'. De conclusies uit de theoretische analyse zijn genuanceerd: vaste wisselkoersen verminderen onzekerheid in het betalingsverkeer, maar verminderen tegelijkertijd de mogelijkheden van nationaal economisch beleid. Dit laatste geldt eveneens voor vrij kapitaalverkeer. Onzeker is of de verbeterde allocatie van de productiefactoren door het vrijmaken van dit verkeer daar tegenop weegt. Beleidscoördinatie lijkt nodig om het integratieproces in goede banen te leiden, maar het is niet duidelijk wat precies gecoördineerd moet worden. In de praktijk geeft de monetaire integratie in de EG aanleiding tot enkele nog niet opgeloste vraagstukken, zoals de wisselkoerspolitiek, de reciprociteit en de mate van beleidscoördinatie.

De vorming van een monetaire unie door de BRD en de DDR per 1 juli wijst op de belangrijke rol van politiek bij integratie. Voorheen kenden beide landen geen vaste koersverhouding (de DDR-mark was zelfs inconvertibel), talloze kapitaalrestricties, en geen enkele afstemming van het economische beleid. De politieke wil is bepalend voor de vorming van één Duitsland. De monetaire integratie van de Europese Gemeenschap lijkt daarom niet uitsluitend in economische termen beschouwd te kunnen worden. De vereniging van Duitsland, de politieke veranderingen in Midden- en Oost-Europa, de relatie met de VS en de politieke verhoudingen binnen de EG vormen eveneens factoren die richting en snelheid

geven aan het integratieproces, dat ten grondslag ligt aan de vorming van een EMU.

LITERATUUR

- Artis, Michael J., Mark P. Taylor, 1988, Exchange rates, interest rates, capital controls and the European Monetary System: assessing the track record, in: Francesco Giavazzi, Stefano Micossi, Marcus Miller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge, blz. 185-206
- Bank for International Settlements (BIS), 1986, *Recent Innovations in International Banking*, Basle, April
- Cairncross, Alec, 1973, *Control of long-term international capital movements*, Brookings Institution, Washington D.C.
- Cecchini, Paolo, 1988, *Alles op alles voor Europa, De uitdaging 1992*, Børsen Boek, Amsterdam/Brussel
- Centraal Planbureau, 1989, *Nederland en Europa '92*, Werkdocument No. 28, Centraal Planbureau, 's-Gravenhage
- Commissie van de Europese Gemeenschappen, 1985, *De voltooiing van de interne markt*, COM(85) 310 def, Brussel, 14 juni
- Commission of the European Communities (CEC), 1989, *Facing the challenges of the early 1990s, European Economy*, No. 42, November
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989, Luxembourg, April
- Corden, W. Max, 1972, Monetary Integration, *Essays in International Finance*, No. 93, April, Princeton University Press, Princeton New Jersey
- De Nederlandsche Bank (DNB), 1988, Harmonisatie van vermogensvereisten voor internationale banken, *DNB Kwartaalbericht 1988/2*, September, blz. 37-50
- Ewijk, C. van, Banken en overheidsschuld, in: M.M.G. Fase (red.), *Aspecten van financiële intermedieatie*, NIBE, Amsterdam, blz. 9-23
- Feldstein, Martin, Charles Horioka, 1980, Domestic Saving and International Capital Flows, *The Economic Journal*, Vol. 90, No.2, June, blz. 314-329
- Folkerts-Landau, David, Donald J. Mathieson, 1989, The European Monetary System in the Context of the Integration of European Financial Markets, *IMF Occasional Paper*, No. 66, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Frankel, Jeffrey, Alan T. MacArthur, 1988, Political vs. Currency Premia in International Real Interest Differentials, A Study of Forward Rates for 24 Countries, *European Economic Review*, Vol. 32, blz. 1083-1121
- Frenkel, Jacob A., Morris Goldstein, Paul R. Masson, 1989, International Coordination of Economic Policies: Scope, Methods, and Effects, in: Wilfried Guth (moderator), *Economic Policy Coordination*, IMF, Washington D.C., blz. 149-192
- Fukao, Mitsuhiro, Masaharu Hanazaki, 1987, Internationalisation of financial markets and the allocation of capital, *OECD Economic Studies*, No. 8, Spring, blz. 35-92

- Grauwe, Paul de, 1989, Het Europees muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid, in: Paul de Grauwe e.a., *De Europese Monetaire Integratie: vier visies, WRR Voorstudies en achtergronden V66*, SDU, 's-Gravenhage, blz. 9-32
- Gros, Daniel, 1987, The Effectiveness of Capital Controls, *IMF Staff Papers*, Vol. 34, No. 4, December, blz. 621-642
- Gutián, Manuel, 1988, The European Monetary System: A Balance between Rules and Discretion, *IMF Occasional Paper*, No. 61, International Monetary Fund, Washington D.C., blz. 3-37
- International Monetary Fund (IMF), 1990, *Annual Report 1990*, Washington D.C.
- Kindleberger, Charles P., 1984, *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, London
- Kuipers, S.K., E. Sterken, 1990, Het Nederlandse monetaire beleid in de jaren '80: een portefeuillebenadering, in: A.H.E.M. Wellink et al., *De mogelijkheden voor het monetaire beleid na de liberalisatie, Preadviezen Nibe-jaardag 1990*, NIBE, Amsterdam, blz. 77-109
- Lamfalussy, A., 1989, Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe, in: *Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on economic and monetary union in the European Community*, Luxembourg, blz. 91-125
- Machlup, F., 1979, *A history of thought on economic integration*, Macmillan, London and Basingstoke
- Meij, A.W.H. (samensteller), 1987, *Verdragsteksten Europese Gemeenschappen C.A.*, Kluwer, Deventer
- Meyer, Carlo de, 1990, Stage One of the Delors Plan: Beginning or End?, *ABN Economic Review*, April, No. 138, blz. 7-15
- Obstfeld, Maurice, 1986, Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement, in: Karl Brunner, Allan H. Meltzer, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 24, Spring, blz. 55-104
- Price Waterhouse, 1988, The "Cost of Non-Europe in Financial Services", *Research on the Cost of Non-Europe, Basic Findings*, Vol. 9, Luxembourg
- Russo, Massimo, Giuseppe Tullio, 1988, Monetary Coordination within the European Monetary System: is there a Rule?, *IMF Occasional Paper*, No. 61, International Monetary Fund, Washington D.C., blz. 41-82
- Schinasi, Garry J., 1989, European Integration, Exchange Rates and Monetary Reform, *The World Economy*, Vol. 12, No. 4, December, blz. 389-414
- Scholtens, L.J.R., 1988, De internationale obligatiemarkt, *Economisch Statistische Berichten*, jg. 73, nr. 3682, 16 november, blz. 1086-1089
- Scholtens, L.J.R., 1990, De Ecu: praktijk en plan, *Economisch Statistische Berichten*, jg. 75, nr. 3774, 12 september, blz. 836-839
- Swann, Dennis, 1988, *The Economics of the Common Market*, Penguin, Harmondsworth
- Szász, André, 1988, *Monetaire diplomatie*, Stenfert Kroese, Leiden/Antwerpen
- Wong, David Y., 1990, What do saving-investment relationships tell us about capital mobility?, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 9, No. 1, March, blz. 60-74