

Coördinatie en autonomie

De Duitse discontoverhoging van afgelopen donderdag heeft nogal wat voeten in de aarde gehad. Van alle kanten was de Bundesbank gemaand haar rentetarieven niet te verhogen, het meest nog door de EG-ministers van Financiën na afloop van hun overleg eerder die week. Het hoeft dan ook geen verbazing te wekken dat de uiteindelijke discontoverhoging in de media werd gepresenteerd als een 'Alleingang' van de Bundesbank tegen de gerechtvaardigde belangen van de rest van de wereld in. Het feit dat de meeste centrale banken de discontoverhoging niet overnamen, zou de geïsoleerde positie van de Bundesbank nog onderstrepen! Deze voorstelling van zaken is niet alleen onjuist maar zelfs schadelijk voor de economische integratie in de Gemeenschap.

De ministers hebben een legitiem belang bij een lagere rente. Niet alleen zou dit het beslag van de rentelasten op de begroting verminderen, maar ook zou het indirect, via een hogere economische groei, bijdragen aan hogere belastinginkomsten. Een lagere rente is dus een machtige bondgenoot bij de moeizame sanering van de overheidsfinanciën. De ironie wil evenwel dat dezelfde ministers medeverantwoordelijk zijn voor het hoge renteniveau. De politieke moed om uitgavenoverschrijdingen met bezuinigingen te neutraliseren, is niet altijd aanwezig. De alternatieven – lastenverzwaring en/of hogere tekorten – werken inflatie in de hand, tot ongenoegen van de centrale bankiers. Deze dienen immers de inflatie(verwachtingen) onder controle te houden. Als daarbij het rentewapen wordt ingezet, is de cirkel weer rond. Cruciaal voor de uitkomst van dit krachtenspel is de autonomie van de monetaire ten opzichte van de budgettaire autoriteit. Gezien de hoge staatsschulden heeft laatstgenoemde zoveel belang bij een lage rente dat hij eerder geneigd is de inflatoire risico's voor lief te nemen. Irritaties tussen autonome monetaire en budgettaire beleidsmakers zijn dus heel verklaarbaar. Het maakt deel uit van het zoeken naar een evenwichtige policy-mix waarbij de impopulaire maatregelen zoveel mogelijk over beide partijen worden verdeeld.

Dit coördinatiespel wordt ook op Europees niveau gespeeld. Daarbij vindt onder andere afzonderlijk overleg plaats tussen de ministers van Financiën in de Ecofin-Raad, tussen de centrale bankiers in Bazel alsmede tussen ministers en bankiers in de zogenaamde informele Ecofin. Blijkbaar had deze coördinatie naar de zin van de ministers te weinig opgeleverd en kon er voorafgaande aan de vergadering van de 'Zentralbankrat' van donderdag geen coördinerende vergadering meer worden ingelast. Aldus was publiciteit voor de ministers een laatste drukmiddel. Door het echter zo scherp te spelen wordt de coördinatie ondermijnd, juist nu deze met het oog op de Economische en Monetaire Unie aan belang zou moeten winnen.

Openlijke druk is ook om andere redenen contra-productief. Geeft de centrale bank hieraan toe, dan is meteen duidelijk dat prijsstabiliteit niet langer cen-

traal staat. Hogere inflatieverwachtingen zijn het resultaat, en daarmee een hogere lange rente. Houdt de bank daarentegen haar poot stijf, dan is er overduidelijk sprake van een conflict. Voor de onzekerheid die dit creëert zullen financiële markten een hogere rentevoet verlangen. Daarnaast staat de geloofwaardigheid van de EMU op het spel. Is de onafhankelijkheid van de toekomstige Europese Centrale Bank wel voldoende gewaarborgd nu zelfs de Bundesbank politieke instructies krijgt? Zijn deze instructies niet het bewijs dat ook in een EMU de ministers van Financiën hun eigen gebrek aan daadkracht zullen proberen af te schuiven op het gemeenschappelijke monetaire beleid?

Gelukkig is de Bundesbank niet voor bovengenoemde druk gewicht. Dit zou haar geloofwaardigheid ernstig hebben aangetast. Wel heeft de Bundesbank vooraf met de overige centrale banken overlegd hoe de gevolgen van de door haar beoogde monetaire verkrapting tot Duitsland konden worden beperkt. Verkrapting in de vorm van een hogere Duitse geldmarktrente zal immers, gegeven de traditionele ankerfunctie van de D-mark in het EMS, ook in de overige lidstaten worden gevoeld. Nu kwam de aanhoudende overschrijding van de geldgroei-doelstelling (9% voor M3 bij een doelzone van 3-5%) volledig voor rekening van de binnenlandse kredietverlening. Zodoende kon de gewenste monetaire verkrapting worden gerealiseerd zonder via het Lombardtarief de geldmarktrente te verhogen. De uiteindelijke verhoging van het discontotarief hoefde dan ook niet direct door de overige centrale banken te worden gevolgd.

Het nut van een dergelijke monetaire coördinatie is evident. Toch kan ook hier spanning ontstaan tussen coördinatie en autonomie. Zo zouden de overige centrale banken onder het mom van coördinatie het Duitse streven naar prijsstabiliteit kunnen bemoeilijken. De kans hierop lijkt evenwel niet groot. In de eerste plaats onderschrijven alle presidenten een gemeenschappelijke inflatiedoelstelling van 0-2%. In de tweede plaats heeft de Bundesbank nog andere instrumenten achter de hand om monetair te verkrappen zonder de geldmarktrente op te drijven (zie W.W. Boonstra in deze ESB). Los daarvan ligt de intensivering van de monetaire coördinatie voor de hand gezien de toenemende monetaire integratie en de gemeenschappelijke verantwoordelijkheid voor de voorbereiding van de EMU.

Het overleg tussen de bankiers illustreert dat het 'conflictmodel' op een essentieel punt mank gaat. Door hun rente niet te verhogen vielen de overige centrale banken de Bundesbank niet af, ze leverden daarmee juist hun bijdrage aan de onderling afgestemde actie. Door de stampei van de ministers van Financiën heeft deze monetaire coördinatie niet de aandacht gekregen die zij verdient. Dat is jammer; zoveel beleid zou menigeen als muziek in de oren hebben geklonken.

A.R.G.J. Zwieters