

# De Bundesbank, de Duitse mark en het EMS

W.W. Boonstra en B.G.J. Walschots\*

**D**e aandacht van de financiële wereld gaat steeds meer uit naar de ontwikkelingen in Duitsland. De problemen daar stapelen zich op, hetgeen zijn weerslag heeft op de positie van de Duitse mark in het EMS. In onderstaand artikel concluderen de auteurs, dat het Duitse anker weliswaar danig is aangevreten, maar dat er geen reëel alternatief voorhanden is. Duitsland zal dan ook in de toekomst het referentiekader voor de andere EG-landen zijn, ofschoon de Duitse rente niet langer per definitie de bodem voor de overige landen hoeft te vormen. Ook zou de Duitse verzwakking gunstig uit kunnen pakken voor de Europese monetaire samenwerking.

In het onlangs verschenen jaarverslag van de Bank voor Internationale Betalingen wordt gesteld dat de Duitse mark haar ankerrol binnen het EMS zal voortzetten, zelfs indien de rente in een aantal landen tot onder het Duitse niveau zal dalen<sup>1</sup>. Desondanks is het duidelijk dat de positie van de Duitse munt minder onaantastbaar is dan enkele maanden geleden nog het geval leek te zijn. Binnen de financiële wereld is immers groeiende twijfel gerezen over de fundamentele kracht van de Duitse munt. In dit artikel wordt ingegaan op de achtergronden van de recente omslag in het sentiment rond de Duitse mark, de gevolgen voor het EMS ingeval de mark niet meer als anker zou functioneren en de beperkingen die één en ander aan de Bundesbank oplegt.

## De mark in het EMS

De Duitse mark heeft altijd een bijzondere positie in het EMS ingenomen. Als munt van de grootste en krachtigste Europese economie, met als hoedster een politiek onafhankelijke centrale bank met de beste reputatie van alle centrale banken binnen de EG, vervulde de mark van meet af aan de rol van anker binnen het EMS. Hierbij verstaan wij onder ankervaluta die munt, waarvan de koers en de rentevoeten als norm fungeren voor het gehele stelsel. Als hoedster van de ankervaluta kon de Bundesbank een geldhoeveelheidsbeleid blijven voeren, dat als doel had de interne waarde van de mark te bewaken. Slechts in situaties waarin de externe waarde van de mark ten opzichte van de Amerikaanse dollar te zeer uit de pas ging lopen met hetgeen wenselijk werd geacht vanuit een oogpunt van prijsstabiliteit, werd tijdelijk voorrang verleend aan het voeren van een wisselkoerspolitiek.

De overige EMS-landen trachtten door middel van koppeling van hun munt aan de Duitse mark de monetaire stabiliteit als het ware uit Duitsland (veelal ook de belangrijkste handelspartner) te importeren. Hiertoe dienden zij wel hun monetaire beleid ondergeschikt te maken aan deze wisselkoers-doelstelling<sup>2</sup>. De ankerrol van de Duitse mark kwam dan ook op de eerste plaats tot uitdrukking in het feit, dat de geld- en kapitaalmarktrentes in Duitsland feitelijk de bodem voor de rentetarieven in de andere deelnemende landen vormden, waarbij voorts richting en tempo van veranderingen in de geld- en kapitaalmarktrentes in het EMS-gebied in hoofdlijnen door de Duitse rente-ontwikkelingen werden bepaald.

Experimenten in andere EMS-landen om, los van de wisselkoers-doelstelling, een meer zelfstandig rentebeleid te voeren, liepen doorgaans stuk op de klippen van het wisselkoers-systeem. In recente jaren brak daarom meer en meer het besef door dat de monetaire politiek in de praktijk neerkwam op het min of meer klakkeloos volgen van de Bundesbank. Zoals de ervaring in Nederland geleerd heeft, levert dit op termijn (als de valutamarkten het devaluatiegevaar van een munt ten opzichte van de mark als nihil inschatten) een renteniveau op dat slechts weinig

\* De auteurs zijn werkzaam bij Rabobank Nederland als hoofd Internationaal onderzoek van de stafgroep Economisch onderzoek, resp. als research manager van het directoraat Financiële markten.

1. Zie BIS, *Annual report 1992*, Basel, 1993.

2. Zie S.C.W. Eijffinger, *Convergence of monetary policies in Europe – concepts, targets and instruments*, in: K. Gretschnann (red.), *Economy and monetary union: implications for national policy makers*, Martinus Nijhoff, 1993.

van het Duitse afwijkt. Overigens kan zo'n politiek – gegeven de omstandigheden – als het meest wenselijke beleid worden beschouwd. De Belgische centrale bank heeft dit enkele jaren geleden beaamd en volgt thans, niet zonder succes, het Nederlandse voorbeeld. Na een laatste mislukte poging tot een zelfstandig monetair beleid in oktober 1991, besloot ook de Franse centrale bank kortgeleden tot het opgeven van al te opvallende solo-akties.

### **Grondslagen ankerfunctie van de mark**

Zo'n veertien jaar lang heeft de Duitse mark op deze wijze gefunctioneerd als het anker binnen het EMS. Voor een gedeelte was dit een natuurlijke rolverdeling, waarbij het economisch sterkste land met een onafhankelijke centrale bank met een goede reputatie het voortouw nam. Evenzeer van belang waren echter twee andere fundamenten, te weten een langdurig behoudend begrotingsbeleid en een consensus tussen sociale partners die garant stond voor een gematigde loonontwikkeling.

De overige deelnemers binnen het EMS hebben er weinig aan gedaan om de leidersrol van de Bundesbank te betwisten. Immers, de Duitse beleidsmakers hebben in de jaren tachtig weinig of geen beleidsconcurrentie ondervonden vanuit de andere grotere EG-landen. Van de grote landen binnen de Gemeenschap had Duitsland als het ware een monopolie op stabiliteitsbeleid. Dit geldt met name het monetaire beleid. De regeringen van de meeste landen hadden tot voor kort een principiële geheel andere visie op de ultieme doelstelling van het monetaire beleid en de positie van de centrale bank. Het welhaast dogmatische najagen van absolute monetaire stabiliteit, zoals de Bundesbank tracht te doen, kon bij veel politici op weinig begrip rekenen. Ook de les, dat monetair beleid niet gevoerd kan worden zonder een verantwoord budgetair beleid en een dito loonontwikkeling, was in tal van landen weer vergeten. Het besef, dat de politieke onafhankelijkheid van de centrale bank een belangrijke voorwaarde is voor een duurzaam vertrouwen in een valuta, is relatief laat doorbroken bij de politici. Pas tijdens de Europese top in Maastricht werd afgesproken dat in alle EG-lidstaten de nationale centrale banken, evenals de toekomstige Europese Centrale Bank, onafhankelijk van de politiek moeten worden.

### **Nieuwe ontwikkelingen**

Momenteel bevindt Duitsland zich evenwel in een andere positie ten opzichte van de andere EG-landen dan enkele jaren geleden. Ten eerste ondervinden de Duitse beleidsmakers nu wel in toenemende mate beleidsconcurrentie vanuit andere EG-landen. Ten tweede heeft 'Maastricht' de positie van de Bundesbank in een ander daglicht gesteld. Tot slot gaat Duitsland zelf zowel politiek als economisch door een moeilijke periode.

#### *Europese integratie*

Het besef dat van monetaire autonomie in feite geen sprake meer was, is niet overal met blijdschap erva-

ren. Het enthousiasme waarmee sommige regeringen en centrale banken de besprekingen over de EMU en de toekomstige Europese Centrale Bank (ECB) begroetten, kan dan ook mede worden verklaard uit de hoop, dat het monetaire beleid van de ECB in ieder geval niet alleen door de Bundesbank zou worden geformuleerd<sup>3</sup>. Op deze wijze dacht men via de 'omweg' van de EMU alsnog grip te krijgen op het Duitse monetaire beleid.

Deze benadering ging in een aantal landen gepaard met een beleidsinspanning, gericht op het bereiken van economische gelijkwaardigheid met Duitsland. Zo kan anno 1993 Frankrijk met recht stellen dat de economische fundamenten vergelijkbaar, en op punten zelfs beter zijn, dan de Duitse. Duitsland heeft daarmee geen 'monopolie' meer op monetaire stabiliteit.

#### *Het Verdrag van Maastricht*

Het moge duidelijk zijn dat bij de oprichting van de ECB uiteindelijk alleen de Bundesbank te zijner tijd werkelijk aan onafhankelijkheid zal inboeten. De andere centrale banken in het EMS hebben hun monetaire beleidsautonomie immers al voor een belangrijk deel vrijwillig aan de Bundesbank overgedragen. Tegen deze achtergrond is het niet verwonderlijk dat de Bundesbank, gesteund door De Nederlandsche Bank, als uitdrukkelijke voorwaarde voor de EMU heeft gesteld, dat ook de ECB politiek onafhankelijk moet zijn en prijsstabiliteit als voornaamste doelstelling dient te hebben. Bovendien lijken de convergentiecriteria van Maastricht zo uit de handboeken van de Bundesbank te zijn overgeschreven. De Duitse centrale bank boekte in Maastricht echter niet alleen een overwinning, maar ze werd tevens de gevangene van haar eigen monetaire filosofie. Haar beleid was als het ware de blauwdruk voor het functioneren van de ECB geworden en moest derhalve het toonbeeld zijn en blijven van hoe een centrale bank, desnoods tegen de stroom van een tegenzittende conjunctuur in, vast zou blijven houden aan de verwezenlijking van de centrale doelstelling. Die voorbeeldfunctie zou haar bewegingsvrijheid in de daaropvolgende periode – die nog niet geëindigd is – danig beperken.

Duitsland was één van de laatste landen in Europa die aan een groeivertraging begonnen en dat op een moment, dat de binnenlandse inflatie opliep. Indachtig haar taak probeerde de Bundesbank door een verhoging van de rente de Duitse inflatie te beteugelen. In de meeste andere EMS-landen was de inflatie evenwel al laag en dalende. Het door het EMS gedicteerde wisselkoersbeleid noodzaakte die andere landen desondanks tot het volgen van de Duitse renteverhogingen, waardoor in een aantal landen de reële rente fors opliep. Had de Bundesbank evenwel gehoor gegeven aan de internationale oproep om de rente vroegtijdig te verlagen, dan had zij

3. Zie A. Szász, *Towards a single European currency; ECU, Franc-fort, Question-mark*, paper voor SUERF-colloquium, Berlijn, oktober 1992.

Tevens hoeft een dergelijke actie aansluiting van de andere landen volgens de spelregels van Maastricht niet in de weg te staan.

#### *Toch verder met het verroeste anker?*

De tijdelijke benedenwaartse doorbreking van het Duitse disconto door het Franse interventietarief enige tijd terug en het huidige gebrek aan ruimte voor de Bundesbank om zonder schade voor de Duitse mark zelf het tempo van renteverlagingen te bepalen, geven aan dat de positie van de Duitse mark als anker duidelijk is aangetast. Desondanks heeft de meest recente ronde van Europese renteverlagingen aangetoond, dat de Bundesbank nog steeds het ritme van rentebewegingen in Europa bepaalt.

Dit roept de vraag op, welke elementen uitmaken of een valuta al of niet als anker kan worden beschouwd. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen twee functies, te weten de *ijkfunctie* en de *voorbeeldfunctie* van de ankervaluta<sup>7</sup>. De ijkfunctie slaat op het feit, dat de munt fungeert als het referentiekader voor de andere valuta's. De voorbeeldfunctie slaat op de relatieve economische prestaties van het betreffende land. Gezien de Duitse problemen kan worden gesteld, dat de Duitse voorbeeldfunctie is aangetast, maar dat de ijkfunctie van de mark nog steeds recht overeind staat. Dit blijkt uit het feit dat de belangstelling van de financiële markten nog steeds het meeste uitgaat naar de tweewekelijkse vergaderingen van de Zentralbankrat en dat de ruimte voor het voeren van een onafhankelijk rentebeleid door de overige centrale banken blijkbaar nog niet groot genoeg wordt geacht, om tot een volledige ont koppeling van hun rentetarieven ten opzichte van Duitsland over te gaan. De verminderde voorbeeldfunctie komt tot uiting in het fenomeen, dat de Duitse rentetarieven niet meer per definitie de bodem blijken te vormen voor de rente in de andere aan het EMS deelnemende landen.

Deze situatie duiden wij aan als het verroeste anker; het betreft in feite de situatie zoals die in de afgelopen tijd al is opgetreden. Naar onze mening zullen ook de komende jaren, totdat Duitsland weer beter gaat presteren, door deze situatie woren gekenmerkt.

#### **Devaluatie Duitse mark?**

Los van de ankerdiscussie, hebben de problemen waar Duitsland mee kampt zelfs geleid tot speculaties over een eventuele devaluatie van de Duitse mark. Naar onze mening zal het zover echter niet komen. Allereerst is een devaluatie van de mark geen oplossing voor de problemen in Duitsland, aangezien deze niet meehelpt om de begrotingsproblemen op te lossen en de loonstijgingen in toom te houden, terwijl de inflatoire problemen zelfs zouden worden aangescherpt. Daarnaast zou een devaluatie Duitsland grote schade berokkenen voor wat betreft 's lands monetaire reputatie. De roestvorming op het anker zou wel erg groot worden.

De kans dat de financiële markten de mark tot devaluatie kunnen dwingen is onzes inziens daarbij nihil. De Banque de France zal namelijk niet aarzelen

om de korte rente scherp omlaag te sturen, mocht de frank onder sterke opwaartse druk komen ten opzichte van de Duitse mark. Ook zal de Bundesbank indien nodig niet schromen de korte rente te verhogen.

Voorts moet de katalyserende werking van een devaluatiedreiging in Duitsland niet worden onderschat. Bundesbank, regering en sociale partners zullen het paradepaardje van het na-oorlogse Duitsland niet zonder meer laten degraderen. Helmut Kohl zal niet de geschiedenis in willen gaan als de eerste Bondskanselier die de Duitse mark liet devalueren en de reputatie van de Bundesbank verloren liet gaan. Niet alleen de monetaire reputatie, maar tevens de politieke machtspositie van het verenigde Duitsland in Europa zou hiermee in het geding komen. De recente ommezwaai in de opstelling van IG-Metall, de grootste vakbond, en het bezuinigingspakket van Minister van Financiën Waigel lijken van dit proces de eerste voortekenen<sup>8</sup>.

#### **Besluit**

Bovenstaande mogelijkheden evaluerend lijkt het ons niet waarschijnlijk dat de Duitse mark in de komende jaren de rol van anker in het EMS zal blijven vervullen op de wijze waarop dit in de afgelopen veertien jaar is geschied. Een echt alternatief is echter niet voorhanden. In de praktijk zal dit betekenen, dat de rentevoeten in Duitsland niet meer blijvend de bodem vormen voor de rentes in de andere EMS-landen. De internationale rentestructuur binnen het EMS zal meer dan in het verleden het geval was een afspiegeling worden van de relatieve positie van de deelnemende landen wat betreft hun economische prestaties en politieke daadkracht. Centrale banken van relatief goed presterende landen zullen ontdekken, dat zij dankzij de Duitse problemen thans over meer vrijheidsgraden in hun monetaire beleid beschikken dan jaren het geval was. Wel zullen, bij gebrek aan alternatief, de mark en de Duitse rente het referentiekader voor de rest van Europa blijven. Van de gewijzigde situatie zal overigens ook een impuls uit kunnen gaan tot een intensievere monetaire samenwerking en wellicht zelfs een versnelde monetaire integratie tussen de landen die de harde kern van het EMS vormen.

**Wim Boonstra**  
**Bernard Walschots**

7. Dit onderscheid is ontleend aan een suggestie van onze collega L.A.M. Dinkhuijsen.

8. Zo geredeneerd zou speculatie tegen de Duitse mark voor Europa een goede zaak kunnen zijn. Niet alleen zou het in Duitsland de noodzaak tot wezenlijke ombuigingen sneller in de beleidsuitvoering doen doordringen, waardoor de structurele problemen eerder verwerkt zullen zijn, maar ook zou het in de andere landen de weg tot verdere korte rentedaling openen, hetgeen de conjunctuur in gunstige zin zou beïnvloeden.