

# Het einde van het anker?

F.J. Burink en H. Rozendaal\*

**N**u Duitsland niet langer het laagste-inflatieland van Europa is, gaan er bij de deelnemers aan het EMS stemmen op om het rentebeleid los te koppelen van dat van de Bundesbank. Daarmee verliest de D-mark zijn functie als stabiliteitsanker. Het Britse pond, noch de Franse frank zijn echter in staat deze rol over te nemen. Beide munten missen de noodzakelijke reputatie. Op termijn mag worden verwacht dat de Duitse economie weer in evenwicht komt. Er is dus geen reden om de D-mark als anker los te laten.

Met inflatiepercentages van boven de 4,5 behoort Duitsland op dit moment tot de slechter presterende landen in het Europees Monetair Stelsel. Alleen Italië, Spanje en Portugal kennen hogere inflatiecijfers. Daarnaast heeft het land te maken met sterk gestegen begrotingstekorten. Verder heeft de hoge groei van de arbeidskosten per eenheid produkt (4,4% in 1991) in samenhang met vrees over de Duitse produktiviteitsontwikkeling een discussie op gang gebracht over de concurrentiekracht van 'Standort Deutschland'.

De Duitse officiële rentetarieven en de kapitaalmarktrente vormen evenwel nog steeds de ondergrens voor de overige EMS-lidstaten. Zo worden deze landen geconfronteerd met hoge renteniveaus die niet overeenkomen met de conjuncturele ontwikkeling en inflatiecijfers. Dit alles heeft ervoor gezorgd dat de rol van de D-mark als anker van het wisselkoersmechanisme ter discussie is komen te staan. In december jl. werd een eenzijdige Franse renteverlaging nog door de valutamarkten afgestraft, maar in mei konden de Bank of England en de Central Bank of Ireland een monetaire versoepeling doorvoeren zonder dat hun munten hiervan te lijden hadden. Tevens werd in Frankrijk een binnenlandse monetaire versoepeling doorgevoerd door middel van een reductie van de reserveverplichtingen van het bankwezen. Alhoewel dit geen effect had op de officiële tarieven (en er daarmee ook geen sprake was van een wisselkoerseffect) werd verondersteld dat de Fransen een verdere monetaire verruiming wensden. De Franse pers begint zelfs al te speculeren over een revaluatie van de frank<sup>1</sup>. Ten einde de onafhankelijkheid van Duitsland te verminderen, werd in ESB onlangs gesuggereerd dat een geloofwaardig alternatief voor het anker kan worden gevonden door een collectieve verantwoordelijkheid voor de prijs- en wisselkoersstabiliteit<sup>2</sup>. Dit zou in overeenstemming zijn met de benodigde versterking van de convergentie op monetair en economisch gebied in het kader van de EMU. Tevens zou het recht doen aan het feit dat de lage inflatielanden een medeverantwoordelijkheid aankunnen voor het wisselkoersmechanisme. Dit lijkt niet erg

realistisch. In de eerste fase op weg naar de EMU waarin de EMS-landen thans nog verkeren is nog geen sprake van een 'Europees monetair beleid'. Zelfs de fase waarin de monetaire beleidscoördinatie moet worden geïntensiveerd (fase 2), hebben we nog niet bereikt. De weg naar de EMU is dus nog lang en er kan nog menig obstakel worden opgeworpen. De uitkomst van het Deense referendum is hier een concreet voorbeeld van.

In dit artikel gaan wij na of de positie van het Duitse anker inderdaad in gevaar is, en zo ja of er andere munten zijn die deze rol kunnen overnemen. Eerst wordt ingegaan op de economische vooruitzichten voor de BRD, met name op inflatiegebied. Daarna wordt onderzocht aan welke voorwaarden een munt moet voldoen wil het als anker fungeren.

## Inflatie na de eenwording

De positie van de D-mark als anker van het EMS is uiteraard nauw verbonden met de vraag of Duitsland zijn inflatie weer onder controle krijgt. Het antwoord is belangrijk voor Europa als geheel. Immers het risico bestaat dat met een slepend anker de inflatieverwachtingen in alle EMS-landen omhoog gaan. Na de Duitse eenwording van oktober 1990 is er geen sprake meer van een stabiele Duitse prijsontwikkeling. In figuur 1 is te zien hoe de prijzen in de BRD zich ontwikkelen ten opzichte van twee groepen van de overige lidstaten.

De oorzaken hiervan zijn bekend. Allereerst leidde de Duitse hereniging tot een oververhitting van de Westduitse economie. Vervolgens geeft de rekening van het herenigingsproces aanleiding tot afwentelingsverschijnselen, waardoor de aard van de inflatie is verschoven van de vraag- naar de kostenkant van economie. Over een breed front wijzen de prijzen en kostenindicatoren op een in Duitsland hoog blijvende inflatie. Een belangrijke maatstaf als de loon-

\* De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch bureau van de ABN AMRO Bank.

1. E. Isrealewicz. Et si le franc était réévalué?, *Le Monde*, 5 mei 1992.

2. A.R.G.J. Zwiers. Tussen anker en EMU. *ESB*, 20 mei 1992.

kosten per eenheid produkt geeft nog altijd een stijging weer van meer dan 5,5% begin dit jaar. De onzekere situatie had als gevolg dat de mark begin mei daalde naar f 1,12505, een koers die sinds 1988 niet meer was bereikt.

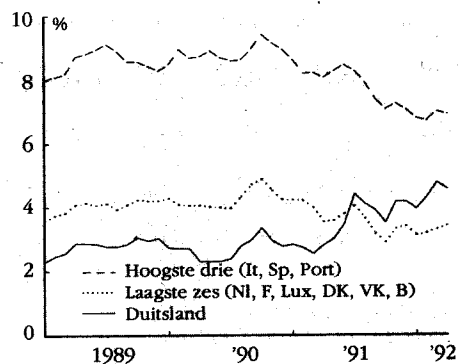
Op dit moment kan zeker nog niet worden gezegd dat de inflatie al onder controle is. De verhoging van de accijnzen van 1 juli 1991 zal binnenkort uit de prijsindex vallen waardoor de jaar-op-jaar-inflatie onder de 4% zal kunnen dalen. Maar per 1 januari wordt het laagste btw-tarief verhoogd van 14 tot 15%, waardoor het inflatieniveau eenmalig een half procent wordt opgetild. De loonakkoorden die tot nu toe zijn afgesloten – met een gemiddelde loonkostenstijging van 5,5 à 6% – indiceren dat de cost-push-component van de inflatie aanzienlijk blijft. Weliswaar zullen de loonkosten per eenheid produkt, rekening houdend met een toename van de arbeidsproductiviteit, minder snel oplopen dan in de afgelopen twee jaar, maar per saldo resteert dit nog steeds in een aanmerkelijke stijging. Het zal moeilijk zijn om de inflatie structureel omlaag te krijgen als het niet lukt om de overheidsuitgaven onder controle te brengen.

De groeiende financieringsbehoeften van de overheidssector, inclusief de tekorten van de Länder en lokale overheden, van het Duitse Eenheidsfonds en van de Treuhand belopen inmiddels DM 160 mrd (ongeveer 5,25% van het bnp). Stijgende lasten kunnen via afwenteling leiden tot een extra inflatoire impuls. Voor het binnen de perken houden van de inflatie is het dus noodzakelijk dat de overheidsfinanciën niet fors verslechteren. Recente ontwikkelingen bieden hier enig optimisme. Zo zal het instellen van een plafond voor de uitgaven van de federale overheid (2,5% per jaar) een positieve uitwerking hebben. Indien daarnaast het overheidstekort wordt gecorrigeerd voor overdrachten van West naar Oost dan blijkt dat de 'Westduitse' overheidsfinanciën in de afgelopen jaren een aanzienlijke omslag hebben gerealiseerd van een tekort naar een overschot. Voor de vooruitzichten voor de ontwikkeling van de totale Duitse overheidsfinanciën is dit een positieve gang van zaken.

Conclusie: hoewel waarschijnlijk het ergste achter de rug is, is het lang niet zeker dat Duitsland zijn inflatie volledig onder controle krijgt en binnen Europa weer de laagste prijsstijgingspercentages zal kennen. In ieder geval in 1992 en het grootste deel van 1993 zal het inflatiepercentage nog boven de 3,5 blijven liggen. Mocht het huidige beleid inderdaad zonder resultaat blijven, is er dan een ander land in Europa dat als anker in het EMS kan fungeren? Daartoe moeten we eerst bekijken wat de rol van anker nu precies inhoudt.

### Een ander anker?

Volgens de IMF-economen Frenkel, Goldstein en Masson heeft een succesvol wisselkoerssysteem een of ander mechanisme nodig om in- of deflatie te voorkomen. Het is duidelijk dat wisselkoersen alleen niet als het nominale anker voor zo'n systeem kunnen dienen. Het is niet mogelijk dat alle landen tegelijk op vaste wisselkoersen kunnen vertrouwen als gids voor hun monetaire beleid bij het bereiken van prijsstabiliteit<sup>3</sup>. Ten minste één land zal door middel van zijn monetaire beleid, bij voorbeeld via een geld-



**Figuur 1. Inflatie in het EMS, ongewogen gemiddelden**

hoeveelheidsbeleid, een zo laag mogelijke inflatie moeten nastreven en daarmee tegelijk het percentage voor het systeem als geheel vaststellen. In een dergelijk systeem zullen de andere landen hun monetaire beleid richten op een vaste koersverhouding met het ankerland. Frenkel *cs.* spreken weliswaar over de mondiale wisselkoersverhoudingen, maar hun opmerkingen hebben ook relevantie voor de situatie binnen het EMS. Zo zal de verantwoordelijkheid voor de vestiging van het nominale anker moeten toevallen aan de grootste industrielanden, zoals dat op wereldschaal verdeeld is tussen de VS, Japan en Duitsland. Binnen het EMS betekent dit dat alleen Frankrijk en het VK in aanmerking komen om de rol van Duitsland over te nemen en dat de kleinere EMS-landen, hoe goed hun inflatieprestaties ook zijn, daarvoor niet geschikt zijn. Tabel 1 geeft een indicatie van de economische verhoudingen binnen het EMS. Duitsland is veruit de sterkste economie. Een andere voorwaarde die bij kan dragen aan de geloofwaardigheid van de 'commitment' van de monetaire autoriteiten om prijsstabiliteit na te streven, ligt in de onafhankelijkheid van de centrale bank (CB). Zowel de Banque de France als de Bank of England zijn nog gebonden aan de directieven van de minister van Financiën. Echter, de voorwaarden voor de toetreding tot de EMU stipuleren dat de CB's onafhankelijk moeten zijn en zowel Frankrijk als het VK moeten hun wetgeving nog aanpassen. In Frankrijk lijkt de bereidheid het grootst.

### Geloofwaardigheid

Het sleutelwoord bij de discussie over de positie van een munt als anker in het EMS is natuurlijk geloofwaardigheid in de bestrijding van de inflatie. Duitsland heeft wat dit betreft een lange reputatie. Het VK staat bekend om zijn 'stop-go'-beleid en heeft zeker geen goede naam op het gebied van inflatiebestrijding. De recente inflatiedaling in het VK kan voor een groot deel worden toegeschreven aan de sterke en langdurige recessie. Indien we het monetaire beleid op dit aspect beoordelen, kan in feite niet anders worden geconcludeerd dat het Britse monetaire beleid in de jaren tachtig is mislukt<sup>4</sup>. Een

3. J.A. Frankel, M. Goldstein en P.R. Masson, *Characteristics of a successful exchange rate system*, IMF Occasional Paper, nr. 82, hfst. 2.

4. Zie J.L.M. de Jong, Financiële markten en monetair beleid in het Verenigd Koninkrijk, in: S.C.W. Eijffinger, J.L. Gerrards (red.), *Financiële markten en monetair beleid. Ervaringen in zeven landen*, NIBE, Amsterdam, 1990.

Tabel 1. De verhoudingen binnen het EMS in 1990, in procenten

	BRD	VK	F	Overig EMS
Aandeel in off. reserves <sup>a</sup>	19,7	3,2	2,1	circa 7
Aandeel in wereldhandel <sup>b</sup>	12,8	5,3	6,9	18,8
Aandeel in EG-output <sup>c</sup>	24,8	16,5	19,7	39,0

a. IMF, *Annual report*, 1991.

b. OESO, *Monthly statistics of foreign trade*, april 1992.

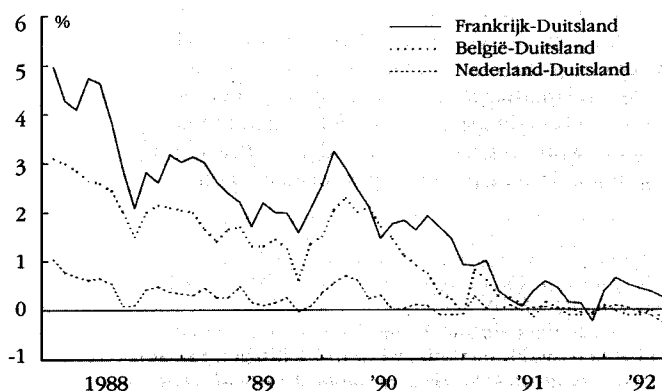
c. EG, *Annual economic report 1991-92*, december 1991.

land dat nog tot voor kort een monetair beleid had dat kan worden gekarakteriseerd als een roerloos schip, lijkt vooralsnog niet geschikt als ankerland. Ook de toetreding van het pond tot het wisselkoersmechanisme van het EMS is te recent, oktober 1990, om belangrijke conclusies aan te verbinden. Beter is het gesteld met Frankrijk waar de overgang naar een beleid dat rekening houdt met de eisen die het wisselkoersmechanisme aan haar leden stelt, al plaatsvond in 1983. Maar pas na de laatste grote aanpassing in het EMS in 1987, waarbij de Franse frank 3% aan waarde moest inleveren ten opzichte van de Duitse mark kon echt worden begonnen met de opbouw van het imago van een 'franc fort'. De prestaties sindsdien zijn indrukwekkend, niet alleen op het terrein van de inflatie (3.1% in 1991), maar ook wat betreft het terugdringen van de lopende-rekeningtekorten en de sanering van de overheidsfinanciën.

In hoeverre vertaalt de gedaalde inflatie in Frankrijk zich in een grotere geloofwaardigheid van het monetaire beleid, dat wil zeggen in een verwachting van de financiële markten dat de autoriteiten de inflatie ook over langere termijn onder controle kunnen houden? Er zijn twee complementaire manieren om hierover indicaties te verkrijgen:

- de mate waarin de Franse monetaire autoriteiten de officiële tarieven tot of onder de Duitse tarieven kunnen laten zakken zonder dat dit de positie van de wisselkoers in gevaar brengt;
- de mate waarin, al dan niet in samenhang met een verlaging van de officiële tarieven, de obligatietarieven de Duitse kunnen benaderen of er zelfs onder komen.

Figuur 2. Driemaands-geldmarkttarieven, Duitsland versus Frankrijk, Nederland en België



## Vive la France?

De ervaringen in het EMS uit het verleden hebben al aangetoond dat de geldmarkttarieven in verschillende landen voor korte of langere tijd onder die in Duitsland kunnen komen te liggen. Voor Nederland en België geldt bij voorbeeld dat driemaands interbanktarieven in oktober en november 1991 al onder de driemaands-Fibor (Frankfurt Interbank Offered Rate) doken en daar sinds eind februari 1992 onafgebroken onder liggen. Gezien de huidige Duitse problemen en de positieve ontwikkelingen in Frankrijk is het niet onmogelijk dat ook de Franse korte tarieven onder de Duitse worden gedirigeerd. In november 1991 was dit overigens al het geval. Op dit moment ligt de driemaands Pibor (Paris Interbank Offered Rate) 25 basispunten boven Fibor (zie figuur 2).

Anders ligt het nog met de officiële tarieven. Het instrumentarium dat de monetaire autoriteiten gebruiken om op de geldmarkt te interveniëren is in alle EG-landen verschillend, hetgeen een vergelijking van de niveaus van de tarieven bemoeilijkt<sup>5</sup>. Als we toch een poging wagen dan zien we dat bij vergelijkbare officiële tarieven de Franse rentes nog boven die van Duitsland liggen. In figuur 3 zijn naast de inflatieverschillen tussen Frankrijk en Duitsland de ecarts tussen enerzijds *taux des appels d'offres* en *Diskontsatz* (de theoretische bodem in de geldmarkttarieven) en anderzijds *taux des pensions de 5 à 10 jours* en *Lombardsatz* (het theoretische plafond) weergegeven.

De testcase of het Franse beleid zich onafhankelijk kan opstellen is onzes inziens niet of de Franse tarieven (geldmarkt en officieel) tijdelijk onder de Duitse kunnen worden gebracht, maar eerder de situatie waarin Duitsland zijn tarieven verhoogt uit vrees voor een aantrekkende inflatie, terwijl de verwachtingen in Frankrijk gelijk blijven. Zal de Banque de France dan haar tarieven ongewijzigd kunnen laten zonder gevaar voor de Franse frank? DNB-directeur Wellink heeft daar een duidelijke mening over:

"Kortstondig kan de (korte) rente – door verwachtingen ten aanzien van de koersontwikkeling binnen de EMS-band – wel onder de Duitse terecht komen, zoals recentelijk weer eens is gebleken, maar bij afwezigheid van revaluatieverwachtingen ten opzichte van de D-mark kan een negatief renteverval van definitie slechts een tijdelijk karakter dragen, alle dromen over een minder boze wereld ten spijt<sup>6</sup>.

Twee kanttekeningen kunnen hierbij worden geplaatst. Ten eerste kan bij het voortduren van de onzekerheid ten aanzien van de Duitse inflatieontwikkeling het 'tijdelijke negatieve ecart' wel eens langer duren dan verwacht. In de tweede plaats zouden in de financiële markten ideeën over revaluatieverwachtingen ten opzichte van de D-mark snel kunnen postvatten als de opvatting terrein wint dat de Duitse fiscale en monetaire autoriteiten geen voldoende controle op het economisch proces meer uit-

5. Zie ook S.C.W. Eijffinger, *Konvergenz in der Geldpolitik: das Beispiel Deutschland-Frankreich*, in: M. Weber (red.), *Europa auf dem Weg zur Währungsunion*, Darmstadt, nog te verschijnen, 1992.

6. A.H.E.M. Wellink, *Lessen uit het heden*, Toespraak voor de Nederlandse Organisatie voor de Internationale Kamer van Koophandel, Amsterdam, 20 mei 1992.

oefenen. Dit 'chaos-scenario', waarvan wij de kans op realisatie zeer gering achten, zou met name ingegeven kunnen worden door desastreuze ontwikkelingen bij de overheidsfinanciën.

Als we aannemen dat voor de sterke munten in het EMS de premie van het wisselkoersrisico nagenoeg nul is, en voor de Franse frank lijkt dit een aannemelijke veronderstelling, dan vormt het renteverskil op de obligatiemarkten een andere belangrijke aanwijzing voor het vertrouwen in het anti-inflatiebeleid van een land. De structurele daling van het Frans-Duitse inflatie-ecart vormt dan als het ware een autonome oorzaak van de dalende lange rente in Frankrijk en de convergentie tot de Duitse. Overigens spelen bij het bepalen van het ecart andere (niet-valutaire) risico's een belangrijke rol, zoals bij voorbeeld de liquiditeit en de doorzichtigheid van een markt, alsmede de politieke situatie.

In tegenstelling tot de korte sfeer is er bij de lange tarieven geen EMS-land dat een lagere rente heeft dan Duitsland. Zoals vermeld zijn andere factoren ook van betekenis voor de lange rente, maar uiteindelijk zijn de lange-termijninflatieverwachtingen van buitengewoon belang. Blijkbaar is het vertrouwen in het Duitse beleid op lange termijn nog steeds het grootst. Dit suggereert dat de financiële markten toch verwachten dat de zwakke inflatieprestatie van Duitsland van tijdelijke aard is en dat het hoge vorderingentekort van de overheid geen nadelige gevolgen voor de inflatie zal hebben. Of zijn de financiële markten deze opvatting ook langzamerhand aan het loslaten?

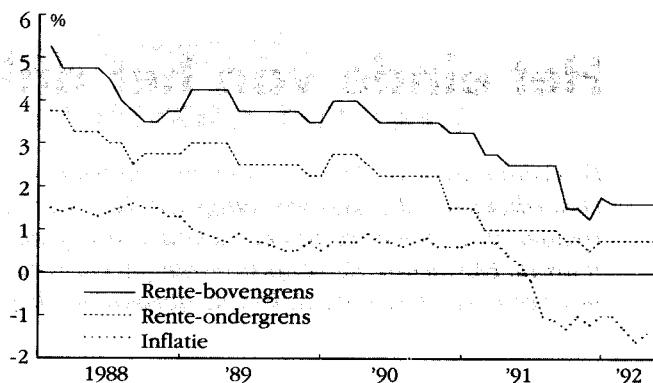
### Tour de force

De Franse monetaire autoriteiten zouden eenzijdig kunnen proberen de ankerrol van Duitsland over te nemen en in hun monetaire beleid de prioriteit verleggen van de wisselkoers naar beheersing van de geldhoeveelheid. Een eerste maatregel die in dat kader relatief makkelijk te nemen is en die als het ware een sine qua non is, betreft de onafhankelijkheid van de Banque de France.

Maar Frankrijk kan verder gaan en proberen de meest vooraanstaande positie in Europa over te nemen door een zeer sterke doelzone aan te geven voor de inflatie, waaraan duidelijke consequenties worden verbonden. Zo kan het voorbeeld worden gevolgd van de autoriteiten in Nieuw-Zeeland. Deze gaven een 'range' aan voor de inflatie (0-2%), waardoor getracht werd het vertrouwen in het anti-inflatiebeleid te vergroten. In Nieuw-Zeeland heeft dit met enige vertraging uiteindelijk geleid tot een aanzienlijk afname van de kapitaalmarktrente. In tegenstelling tot Nieuw-Zeeland is de uitgangspositie van Frankrijk veel gunstiger door de relatief lage inflatie in de beginsituatie. Hierdoor kan de Franse risicopremie in een eerder stadium terugvallen. Toch lijkt deze geforceerde wijze van het overnemen van het anker gekunsteld. Weliswaar kunnen de officiële tarieven en de geldmarktrente beneden de Duitse komen, maar dit garandeert niet dat hetzelfde opgaat voor de kapitaalmarktrente.

Wij geloven dat alleen als de Bundesbank haar geloofwaardigheid zou verliezen de Franse obligatietarieven onder de Duitse kunnen komen. Een tijdelijk hogere Duitse inflatie geeft daartoe geen aanleiding. Het is in dit licht wonderlijk dat de dis-

**Figuur 3. Verschillen in inflatie en rente, Frankrijk minus Duitsland**



cussie over de ankerfunctie is losgebarsten, terwijl tegelijkertijd steen en been wordt geklaagd over de hoge Duitse rentetarieven, die immers mede tot doel hebben de geloofwaardigheid van het beleid te handhaven. Slechts indien Duitsland geen orde op zaken zou kunnen stellen (chaos-scenario), lijkt de weg vrij voor een land (Frankrijk) om de ankerpositie van Duitsland over te nemen.

### Conclusie

Dat landen met een lage inflatie niet tevreden zijn over de door Duitsland gedicteerde hoge rentestanden in Europa is begrijpelijk. Maar de gevolgen voor de andere landen zijn niet louter negatief. Welink wijst op de hoge groei die met de hereniging in Duitsland gepaard ging en waarvan de andere landen hebben geprofiteerd. Bovendien betekent, bij ongewijzigde wisselkoersen, dat de lagere inflatielanden hun concurrentiepositie ten opzichte van Duitsland zien verbeteren. Ten slotte hebben deze landen, inclusief Frankrijk, nog geen echte prijsstabiliteit bereikt (tussen 0 en 2%). Pas indien het Duitse monetaire beleid zijn geloofwaardigheid daadwerkelijk verliest, lijkt er plaats voor het overnemen van de ankerrol door een ander land. Frankrijk bezit hier duidelijk de beste papieren. Dit betekent wel dat wanneer Frankrijk als anker zou willen fungeren het monetaire beleid juist verkraapt zou moeten worden in plaats van verruimd in de hoop zo de inflatie definitief terug te dringen en in een later stadium de nominale rentes te kunnen verlagen. Het is naar onze mening echter niet de intentie van de Fransen om de rol van anker op zich te nemen. De wens tot versoepeling van het Franse monetaire beleid ligt louter in de sfeer van de conjunctuur. Concluderend kunnen we stellen dat het Duitse anker dus voorlopig nodig blijft en de Bundesbank haar geloofwaardigheid niet zonder slag of stoot zal prijsgeven. Wel is het mogelijk dat de korte tarieven van de andere landen onder die van Duitsland kunnen dalen, maar dat dit een tijdelijke zaak is. Omdat de huidige Duitse problemen van voorbijgaande aard zijn en het land niet in chaos zal wegzakken, blijven de Duitse obligatiemarkttarieven de bodem voor de rest van Europa.

**Franke Burink**  
**Henk Rozendaal**