

Het einde van het anker!

De economische problemen in Duitsland hebben de positie van de D-mark als stabiliteitsanker aangetast. Het gaat er niet om of deze rol door een andere valuta kan worden overgenomen. In de aanloop naar de EMU wordt de verantwoordelijkheid voor prijsstabiliteit steeds meer een gemeenschappelijke verantwoordelijkheid van de lidstaten.

In de klassieke periode van het EMS (1979-1989) fungeerde Duitsland als stabiliteitsanker voor de rest van de Gemeenschap. Lidstaten met een slechte reputatie op het gebied van de inflatiebestrijding konden door hun valuta te koppelen aan de D-mark profiteren van de Duitse macro-economische stabiliteit en de geloofwaardigheid van de Bundesbank. Door in het belang van de wisselkoersstabiliteit het rentebeleid van de Bundesbank te volgen, werden de overige lidstaten immers indirect gedwongen tot een even stringent anti-inflatiebeleid. Dit zouden zij op eigen kracht waarschijnlijk niet hebben kunnen volhouden¹. De overige lidstaten hebben bij deze strategie duidelijk baat gehad. Zo zeer zelfs dat in een groot aantal lidstaten de lange rente die van de D-mark steeds meer benadert. Tevens ligt voor een zevental lidstaten de inflatie zelfs onder die van Duitsland. Tegelijkertijd doet zich nu de omstandigheid voor dat als gevolg van de Duitse eenwording Duitsland tijdelijk van zijn traditionele stabiliteitskoers is afgeweken. Hierdoor komt het stabiliteitsstreven volledig voor rekening van de Bundesbank. Het rentewapen treft echter niet alleen de Duitse economie maar, gegeven de economische integratie in de Gemeenschap, ook de overige lidstaten. Door de ankerfunctie van de D-mark ligt de rente in de overige lidstaten zelfs boven die in Duitsland, ook al hebben zij een lagere inflatie en gezondere overheidsfinanciën. Dit vormt aanleiding om het functioneren van het anker ter discussie te stellen. Daarbij kan worden bezien in hoeverre een andere valuta de rol van de D-mark kan overnemen. Twee kandidaten dienen zich dan aan, het pond sterling en de Franse frank. Het probleem van het pond is dat

het VK een slechte reputatie heeft op het gebied van wisselkoersstabiliteit en inflatiebestrijding. De bezwaren tegen de frank zijn minder duidelijk. Sinds 1987 heeft Frankrijk immers een voorbeeldig beleid gevoerd gebaseerd op een sterke frank, prijsstabiliteit, gezonde overheidsfinanciën en een versterking van de concurrentiepositie. Op al deze terreinen zijn grote successen geboekt. De vraag is evenwel of dit voor de financiële markten voldoende is om een overstap van D-mark naar frank te rechtvaardigen. De reputatie van de D-mark is immers gedurende vele decennia opgebouwd. Bovendien kunnen de kosten van de eenwording worden gezien als een tijdelijke aberratie die spoedig tot het verleden zal behoren. Vanuit die optiek is het inderdaad voorbarig om van anker te veranderen². De kwestie is echter of deze analyse nog wel relevant is. De vraag is mijns inziens niet zozeer of een andere valuta de rol van de D-mark kan overnemen, maar of een *individueel* stabiliteitsanker in het huidige EMS niet een anachronisme aan het worden is. De volledige liberalisatie van het kapitaalverkeer sinds 1 juli 1990, de naderende voltooiing van de interne markt en het uitzicht op de Economische en Monetaire Unie hebben het karakter van het EMS veranderd van een traditioneel wisselkoersregime naar een, in de woorden van DNB-president Duisenberg, monetaire unie avant-la-lettre³. Met de EMU wordt dit proces in 1997, in 1999 of, door de uitslag van het Deense referendum, nog wat later voltooid, en zal de prijs- en wisselkoersstabiliteit *de jure* een gemeenschappelijke aangelegenheid zijn. Naarmate de aanloopfase *de facto* steeds meer kenmerken van de eindfase krijgt, zal de noodzaak van gemeenschappelijk hande-

len zich steeds duidelijker manifesteren.

Het belangrijkste argument voor behoud van het Duitse anker is de reputatie van de Bundesbank om prijsstabiliteit af te dwingen. In de overgang naar de EMU zal het echter ook voor de Bundesbank steeds moeilijker worden om een zelfstandig geldhoeveelheidsbeleid te voeren. Door de toenemende valutasubstitutie zal de stabiliteit van de Duitse vraag naar Duitse merken immers steeds meer worden ondermijnd. Daarentegen blijft de Europese vraag naar EMS-valuta's stabiel⁴. Coördinatie van het monetaire beleid, bij voorbeeld door het formuleren van doelstellingen voor de groei van de gemeenschappelijke geldhoeveelheid, ligt dan voor de hand. Dat hier ook aan wordt gewerkt, moge blijken uit het in april verschenen jaarverslag van de presidenten van de centrale banken van de EG.

Daarbij mag niet worden vergeten dat het monetaire beleid niet meer dan een bijdrage kan leveren aan het bereiken van prijsstabiliteit⁵. Hoe goed de Bundesbank (of de toekomstige ECB) het ook doet, als deze in de wielen wordt gereden door hoge financieringstekorten en loonstijgingen gaat ook de Duitse prijsstabiliteit verloren. Een anker kan dus niet uitsluitend gebaseerd zijn op de taak, wil en onafhankelijkheid van een centrale bank om prijsstabiliteit te bereiken.

Hier aangeland wordt duidelijk waarom van de EMU-begrotingsnormen een stabiliserende werking kan uitgaan die, in combinatie met monetaire coördinatie, de rol van het D-markanker kan overnemen. De begrotingsnormen gelden immers voor alle lidstaten. Als omgekeerd alle lidstaten aan de begrotingsnormen proberen te voldoen, zal dit de macro-economische stabiliteit in de Gemeenschap zeker ten goede komen. Deze gedachtengang is meer

1. Zie J.A. Frenkel (e.a.), *Characteristics of a successful exchange rate system*, IMF Occasional paper nr. 82, 1991, hoofdstuk 4.

2. Zie F.J. Burink en H. Rozendaal, *Het einde van het anker?*, *ESB*, 24 juni 1992, blz. 626-629.

3. De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1991*, blz. 24.

4. Zie J.J.M. Kremers en T.D. Lane, *European Monetary Union raises questions about policy targets and indicators*, *IMF-Survey*, 27 april 1992, blz. 136-139.

5. De Nederlandsche Bank, op.cit. blz. 22.

dan een vrome wens. In de aanloop tot de EMU zijn procedures gecreëerd waarbij de coördinatie van de economische politiek en het gemeenschappelijke toezicht op de vorderingen van een individuele lidstaat centraal staan. In dat kader hebben de lidstaten met de meest problematische overheidsfinanciën reeds hun budgettaire plannen voor de middellange termijn ter goedkeuring voorgelegd aan het collectief ten einde dit ervan te verzekeren dat zij hun huis tijdig op orde zullen hebben om aan de EMU deel te kunnen nemen. Voor zover het niet bij woorden blijft zullen de begrotingsnormen dus stabiliserend werken, een werking die dan wordt afgedwongen door de gemeenschappelijke verantwoordelijkheid voor de voorbereiding van de EMU.

De aanloop naar de EMU vormt derhalve voldoende aanleiding om de rol van een Frans, Duits of Engels stabiliteitsanker ter discussie te stellen. Daarbij moet wel een geloofwaardig alternatief worden gepresenteerd. Mijns inziens kan het anker worden gemist in een situatie waarin het monetaire beleid steeds meer wordt gecoördineerd en waarin de individuele lidstaten onder gemeenschappelijk toezicht ernst maken met het saneren van hun overheidsfinanciën. Het 'Deense neen' ten spijt kan niet voldoende worden benadrukt dat met het Verdrag van Maastricht het klassieke EMS plaats heeft gemaakt voor een monetaire unie in wording. In deze nieuwe situatie dient te worden onderkend dat van een oud anker niet per definitie de meeste stabiliteit uitgaat. De overgang van een *individueel* naar een *collectief* anker is dan ook aan de orde, en wel ruim voor de laatste dag van het EMS.

Roland Zwiens

De auteur is werkzaam bij ESB.