

Monetaire disharmonie

De afgelopen maand hebben zich enkele opmerkelijke ontwikkelingen voorgedaan met betrekking tot de rente in Europa. Op 5 oktober verhoogde de Bundesbank het disconto met één procent. Enkele Europese landen, waaronder Nederland en Engeland, volgden het Duitse voorbeeld, terwijl Frankrijk en Zwitserland een geringere verhoging voldoende achtten. Italië en Spanje deden niets. De door Duitsland geïnitieerde reeks van renteverhogingen heeft veel te maken met de wens van de Bundesbank om de inflatie niet verder te laten oplopen. De Duitse economie groeit krachtig en de renteverhoging moet bijdragen aan het voorkomen van oververhitting van de economie. Daarnaast maakte de Bundesbank zich ook zorgen over de import van inflatie door de koersstijging van de dollar in de voorafgaande maanden. Door de rente te verhogen hoopte de Bundesbank de koers van de dollar onder druk te zetten. Hoewel in de Bondsrepubliek wel wordt getwijfeld aan de noodzaak om renteverhoging te gebruiken als instrument om de inflatie te beteugelen, kan men toch stellen dat de renteverhoging in overeenstemming is met zowel de interne doelstelling (prijsstabiliteit) als de externe doelstelling van het monetaire beleid (stabilisering van de wisselkoers). Voor Nederland geldt deze harmonie veel minder. De inflatie is zo laag dat er om louter binnenlandse redenen geen aanleiding is voor het verhogen van de rente. Door de Bundesbank desondanks te volgen geeft De Nederlandsche Bank (DNB) aan dat de externe doelstelling van het monetaire beleid momenteel duidelijk prioriteit heeft. In het *Jaarverslag 1988* constateerde de president van DNB dat het accent van het monetaire beleid in toenemende mate komt te liggen op ondersteuning van het wisselkoersbeleid. In zoverre kan men de renteverhoging zien als een voortzetting van bestaande beleidsvoorkeuren.

De renteverhoging is in Nederland echter op nogal wat kritiek gestuit. Minister Ruding nam de zeer ongebruikelijke stap om publiekelijk te verklaren dat hij zich keerde tegen de internationale renteverhoging. Een openlijk verschil van het inzicht tussen de in Nederland voor het monetaire beleid verantwoordelijke autoriteiten duidt er op dat er een belangenconflict schuilt achter de door DNB als noodzakelijk gekenschetste stap. DNB acht het volgen van de Duitse renteverhoging essentieel om de wisselkoers van de gulden ten opzichte van de Duitse mark stabiel te houden. Volgens directeur Wellink van DNB kan er op korte termijn wel eens een conflict tussen de interne en externe doelstelling van het monetaire beleid zijn. Maar, zo stelde Wellink op 11 oktober voor een gehoor van institutionele beleggers bij de Nationale Investeringsbank: "De eerste toetssteen is of het renteniveau verenigbaar is met een vaste wisselkoers ten opzichte van de Dmark". Volgens Wellink is het volgen van een Duitse discontoverhoging wanneer binnenlandse omstandigheden daar eigenlijk geen reden toe geven ".... de prijs die op korte termijn betaald moet worden om te kunnen blijven profiteren van het Duitse stabiliteitsanker en op langere termijn wisselkoers- en prijsstabiliteit tot stand te brengen". Deze conclusie is niet verrassend als men, zoals Wellink doet, de stelling aanhangt dat de heilzame werking van vaste wisselkoersen voor een zo open economie als de Nederlandse "onomstreden" is.

De visie dat een stabiele wisselkoers van de gulden ten opzichte van de Dmark heilzaam is voor de Nederlandse economie betekent nog niet dat het beleid ook altijd hierop gericht moet zijn. Tegen de baten hiervan moeten voortdurend de kosten worden afgewogen. Deze afweging zal niet op ieder moment tot dezelfde conclusie hoeven te

leiden. Aan het begin van de jaren tachtig heeft de harde gulden bijgedragen tot het afdwingen van noodzakelijke loonkostenmatiging. Dit heeft geleid tot een verbetering van de rendementsposities in het bedrijfsleven. Na zeven jaar economische groei mag men niet verwachten dat de werknemers nog bereid zijn tot verdere loonmatiging. Tot nu toe is het economische herstel vooral ten goede gekomen aan kapitaalbezitters; de factor arbeid zal ook wel eens willen gaan profiteren van de jarenlange matiging. Het huidige wisselkoersbeleid zou dan een verslechtering van de Nederlandse concurrentiepositie tot gevolg kunnen hebben. Bij stijgende loonkosten zal de uitvoer ernstige schade kunnen ondervinden van een te harde gulden, terwijl bovendien de invoer onnodig hoog blijft.

Van belang is niet alleen de vraag wat een ander wisselkoersbeleid voor consequenties heeft voor het niveau van de groei, maar evenzeer de vraag bij wie deze groei terecht komt. Dit is meer een politieke dan een economische afweging en behoort eerder in Den Haag dan door DNB of de Bundesbank gemaakt te worden. De totstandkoming van de groei is een van de doeleinden van het beleid van DNB, de verdeling niet. Zoals het verschil van inzicht over het te voeren rentebeleid tussen de minister van Financiën en DNB al aangeeft is er niet een eenduidig voor 's lands welvaart meest dienstige monetaire politiek. Het automatisch volgen van de Bundesbank komt het lange-termijnvertrouwen van de financiële markten in de gulden ten goede, maar bezorgt de staat der Nederlanden als grote schuldenaar een verzwarende van de rentelasten. Het bedrijfsleven moet meer betalen voor het aantrekken van vreemd vermogen, terwijl de banken te maken krijgen met een verdere verkrapting van de rentemarge, die door de huidige omgekeerde rentestructuur (korte rente hoger dan lange rente) toch al onder druk staat. De discontoverhoging werkt namelijk vooral door in de korte rente, de lange rente is veel minder gestegen. Financiële markten zien blijkbaar veel minder dan DNB de noodzaak van een hogere rente in.

De recente gebeurtenissen hebben nog eens aangevoeld dat de Nederlandse monetaire autonomie vrijwel volledig is opgegeven om in de luwte van ons grote buurland te genieten van het Duitse stabiliteitsanker. De prijs daarvoor is echter hoog. De bevoegdheidsverdeling op monetair terrein in Nederland leidt ertoe dat DNB, die zelf de lasten niet draagt, bepaalt dat de prijs die anderen moeten betalen niet te hoog is. Op zich is het een wonderlijke situatie dat een aan politieke controle onttrokken orgaan zulke ingrijpende besluiten kan nemen. Formeel is de minister van Financiën bevoegd de president van DNB bindende aanwijzingen te geven, maar dit is na 1948 (Bankwet) nog nooit gebeurd. Hoewel het toekennen van meer politieke invloed op het monetaire beleid ook nadelen met zich brengt, zoals het gevaar van monetaire financiering van begrotingstekorten, valt toch wel iets te zeggen voor meer publieke discussie over het te voeren monetaire beleid. Zeker nu binnenkort in het kader van de Europese monetaire integratie verstrekkende beslissingen genomen moeten worden over de institutionele structuur van een eventuele Economische en Monetaire Unie, is volstrekte politieke afzijdigheid met betrekking tot monetaire onderwerpen geen goede zaak.

A.J. Wolters

1. De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1988*, Amsterdam, 1989, blz. 33.