

Tussen anker en EMU

Sinds de oprichting van het EMS in 1979 fungeert Duitsland als stabiliteitsanker voor de overige deelnemers aan het wisselkoersmechanisme. Deze profiteren door hun koppeling aan de D-mark van de doeltreffende inflatiebestrijding door de Bundesbank. De prijs is dat de korte rente in dienst staat van het wisselkoersbeleid terwijl de lange rente niet onder die van de D-mark uit kan komen. Maar zolang de Duitse rente een lage ondergrens vertegenwoordigt is dat niet van doorslaggevend belang. Sinds de eenwording zijn echter de voordelen van het stabiliteitsanker verloren gegaan, getuige de hoge Duitse rente en inflatie. Het ziet er niet naar uit dat dit op korte termijn zal veranderen. Toch blijft de Duitse lange rente als ondergrens voor de lange rentes in de overige EMS-landen fungeren. Kennelijk ziet de markt in het verlies van stabiliteit geen aanleiding om het anker los te laten. Het gevolg is wel dat landen met lagere inflatiecijfers en gezondere overheidsfinanciën met nog hogere rentes dan die in Duitsland worden geconfronteerd. Wat valt hieraan te doen?

De oplossing van de huidige onevenwichtigheden in Duitsland is een interne Duitse aangelegenheid die verschillende jaren in beslag zal nemen. De kosten van de eenwording zijn hoog opgelopen zonder dat de financiering ervan op een adequate manier is geregeld. Tevens convergeren de lonen in de oostelijke deelstaten veel sneller naar het Westduitse niveau dan de arbeidsproductiviteitsontwikkeling rechtvaardigt. Hierdoor worden produktieve investeringen ontmoedigd en dreigen de overdrachten een permanent karakter te krijgen. De Bundesbank heeft de ondankbare taak om via een hoge rente de onvermijdelijke inflatoire ontwikkelingen de kop in te drukken. Zolang dat niet lukt zal Duitsland worden geconfronteerd met een hoge rente en een hoge inflatie. Eenwording en stabiliteit blijken moeilijk samen te gaan.

Het doorbreken van de anker-paradox komt dus aan op de overige landen van het EMS. Deze kunnen er op wijzen dat de spelregels van het EMS niet strijdig mogen zijn met de meeromvattende spelregels van de Economische en Monetaire Unie. Die gaan immers uit van de individuele verantwoordelijkheid van elke lidstaat om tijdig aan de EMU-criteria te voldoen, en van de collectieve verantwoordelijkheid om daarop toe te zien. Binnen dit raamwerk is in de aanloop tot de EMU geen logische rol voor een ankervaluta weggelegd; alle EG-valuta's dienen uiteindelijk sterk genoeg te zijn om de onherroepelijke koppeling aan de gemeenschappelijke munt te kunnen maken.

Deze benadering doet denken aan het sinds jaar en dag in Frankrijk gevoerde macro-economische beleid. Centraal staat hierbij de *eigen* verantwoordelijkheid voor de hardheid van de frank, prijsstabiliteit en gezonde overheidsfinanciën, los van de economische ontwikkelingen in ankerland Duitsland. Dit beleid is zeker succesvol getuige het feit dat de Franse inflatie al jaren tot de laagste in Europa behoort.

Toch blijkt de markt nog niet bereid om de Fransen ook een lagere rente toe te staan aangezien dat een negatief rente-ecart met de D-mark zou betekenen. Zo moest Frankrijk nog in december 1991 bakzeil halen toen het de korte-frankrente onder de D-mark-rente bracht. Kort daarop werd in het belang van de inflatiebestrijding in Duitsland de Duitse rente verhoogd en ontstond een zodanige druk op de frank dat deze door de marge van 2,25% dreigde te zakken. Hierdoor bleek een renteverhoging tot boven het Duitse niveau alsnog onvermijdelijk. De markt had de Franse overmoed afgestraft.

Gezien de pijnlijke Franse ervaring is de recente renteverlaging van het pond ten opzichte van de D-mark opmerkelijk, ook al werd deze gedragen door de sterke positie van het pond na de verkiezingsoverwinning van Major. Anders dan Frankrijk, dat de Britse renteverlaging overigens onmiddellijk aangreep om de frankrente te verlagen, kan het VK immers niet bogen op een solide reputatie op het gebied van wisselkoersstabiliteit en inflatiebestrijding. Dit maakte de renteverlaging extra riskant. Anders dan in december had de renteverlaging echter nauwelijks gevolgen voor de posities van de frank en het pond in het EMS. Blijkbaar kan de markt het EMS-anker al iets beter relativeren.

Dit zou een opening kunnen bieden om de ankerparadox te doorbreken. Met deze mogelijkheid moet wel zorgvuldig worden omgesprongen. Zo mag niet de indruk ontstaan dat elke lidstaat zijn eigen gang gaat. Want dan zijn de financiële markten hun anker kwijt zonder dat zij daar iets voor terugkrijgen. Dit zou de stabiliteit van het EMS teniet doen, en daarmee de kans op renteverlaging. Een geloofwaardig alternatief voor het anker kan evenwel gevonden worden in de collectieve verantwoordelijkheid voor de prijs- en wisselkoersstabiliteit. Collectieve verantwoordelijkheid is in overeenstemming met de inspanningen die alle lidstaten leveren om aan de EMU-criteria te voldoen. Het sluit aan bij de beoogde maar nog niet erg in het oog springende intensivering van de monetaire en economische beleidscoördinatie in de aanloop tot de EMU. Het doet recht aan het feit dat zeven van de elf EMS-landen een lagere inflatie hebben dan Duitsland en dus de medeverantwoordelijkheid voor het wisselkoersmechanisme aankunnen. Het maakt de overige lidstaten minder afhankelijk van het monetaire beleid van de Bundesbank; door het scheppen van stabiliteit rond Duitsland komen zij de Bundesbank zelfs te hulp!

Het anker heeft zijn tijd gehad. Toch zal de markt er zonder geloofwaardig alternatief niet zomaar afstand van doen. Het is derhalve van het grootste belang om werk te maken van de individuele en collectieve verantwoordelijkheid van de lidstaten voor het welslagen van de EMU. Indien dit op een geloofwaardige manier wordt ingevuld komt de gewenste renteverlaging vanzelf binnen bereik.

A.R.G.J. Zwiers