

# Is de gulden hard genoeg?

S. Brakman, J. de Haan en C.J. Japma\*

**D**e belangrijkste reden om de koers van de gulden te koppelen aan die van de D-mark, is het Duitse anti-inflatiebeleid. Een mogelijke spilkoersaanpassing van de gulden binnen het EMS is het overwegen waard, gezien de verwachte Duitse inflatie, de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers en de omstandigheid dat verdergaande neerwaartse bijstelling van de rente door de markt niet gemakkelijk geaccepteerd lijkt te worden.

Na de intensieve wisselkoersdebatten in de tweede helft van de jaren zeventig is de discussie over het te voeren wisselkoersbeleid in ons land de laatste jaren verstomd. Dit is in belangrijke mate te verklaren door de totstandkoming van een quasi monetaire unie tussen ons land en Duitsland. De Grauwe spreekt in dit verband over twee wisselkoersregimes binnen het EMS: "Het Nederlands-Duitse regime met een quasi vaste wisselkoers en vrij kapitaalverkeer, en een regime dat de overige landen omvat"<sup>1</sup>. De belangrijkste motivatie om de koers van de gulden aan die van de D-mark te koppelen, is het Duitse anti-inflatiebeleid. Mede door het gevoerde beleid heeft Nederland momenteel het laagste inflatiepercentage van alle EG-landen.

Het bovenstaande neemt niet weg dat men zich kan afvragen of de quasi monetaire unie in de komende jaren zonder meer moet worden voortgezet. Wij willen hier betogen dat bij een mogelijke toekomstige spilkoersaanpassing binnen het EMS een revaluatie van de gulden ten opzichte van de DM het overwegen waard is. Drie argumenten spelen hierbij een rol. Ten eerste lijkt, mede onder invloed van de Duitse hereniging, de verwachte inflatie in Duitsland op te lopen. Voortzetting van het huidige beleid kan dan leiden tot het 'overnemen' van het inflatoire klimaat uit Duitsland.

Ten tweede geeft de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers van de gulden en van de Duitse mark mogelijk aanleiding tot een revaluatie. Enkele recente berekeningen wijzen hier op. Ten slotte kan de argumentatie voor revaluatie worden aangescherpt met het argument dat de alternatieve beleidsoptie voor een wisselkoersaanpassing, te weten het verminderen van het (korte) rente-ecart, op dit moment tot het uiterste lijkt te zijn opgebruikt. Dit renteverschuif met Duitsland is momenteel vrijwel nihil. Daardoor wordt de vraag actueel of de markt wel een lagere rente dan die in Duitsland wenst te accepteren. Is dit niet het geval – en daarvoor bestaan recente aanwijzingen – dan zouden wij bij continuering van het beleid de hogere Duitse inflatie volgen, terwijl het potentiële voordeel van een lagere nominale rente niet kan optreden.

In het onderstaande zal verder op deze gedachten-gang worden ingegaan, waarbij allereerst de huidige discussie in een historisch perspectief zal wor-

den geplaatst. Daarna gaan wij in op de door ons berekende reële effectieve koers van de gulden, om te bezien in hoeverre men hieraan additionele argumenten kan ontlenen voor een opwaardering van de gulden. Vervolgens wordt het betoog toegespitst op een vergelijking van relevante monetaire indicatoren tussen Nederland en Duitsland en de beleidsaspecten daarvan. Ten slotte staan wij stil bij de bezwaren van een revaluatie.

## Oplopende Duitse inflatie?

De periode waarin in Nederland nog een intensief debat over het wisselkoersbeleid werd gevoerd ligt ver achter ons. In deze discussie, die zich vooral afspeelde in de tweede helft van de jaren zeventig, stond de vraag centraal in hoeverre de verzwakking van de Nederlandse concurrentiepositie aan het gevoerde wisselkoersbeleid kon worden toegeschreven<sup>2</sup>. Hoewel toen van verschillende kanten werd gepleit voor een versoepeling van het monetaire beleid met als onderdeel daarvan het wisselkoersbeleid, wekten de monetaire autoriteiten de indruk de aangedragen argumenten niet sterk genoeg te vinden om het beleid aan te passen. Toch werd juist in die periode de gulden tot driemaal toe (okt. 1976, okt. 1978, sept. 1979) met telkens twee procent ten opzichte van de Duitse mark gedevalueerd, hetgeen overigens paste in de naoorlogse traditie volgens welke de gulden nominaal gemiddeld met ongeveer één procent per jaar ten opzichte van de Duitse mark devalueerde.

In de jaren tachtig was het beleid van de Nederlandse Bank er op gericht het vertrouwen te handhaven in een geloofwaardige koppeling van de nominale koers van de gulden aan die van de Duitse mark (met in hoofdzaak gebruikmaking van het korte-rentebeleid). Vooral sinds het opmerkelijke expe-

\* De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Algemene Economie van de Rijksuniversiteit Groningen; C.J. Japma tevens aan de Open Universiteit.

1. P. de Grauwe, Het Europees muntstelsel en de autonomie van het economisch beleid, in: WRR, *De Europese monetaire integratie: vier visies*, Voorstudies en achtergronden V66, 1989, blz. 28.

2. Voor een samenvatting van deze discussie verwijzen wij naar A. Szász, Het wisselkoersdebat, in: E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász, *Zoeklicht op beleid*, Leiden, 1981.

riment van de toenmalige minister van Financiën, Ruding, om in maart 1983 de gulden opnieuw twee procent in waarde te doen dalen ten opzichte van de Duitse mark, lijkt het erop dat de gulden definitief is vastgeklonken aan de mark. De belangrijkste overweging voor dit beleid is het Duitse anti-inflatie beleid. Mede door de toenemende liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer werden de mogelijkheden voor het voeren van een onafhankelijk Nederlands geldhoeveelheidsbeleid in de jaren tachtig beperkt, gegeven het wisselkoersbeleid. De Nederlandsche Bank heeft toen nadrukkelijk de prioriteit gelegd bij de 'koppeling'. De liquiditeitsquote is als intermediaire doelstelling vervangen door een doelstelling voor de binnenlandse liquiditeitscreatie. De overweging hierbij is dat een overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie kan leiden tot een zodanige afvloeiing van liquiditeiten, dat deze een bedreiging gaat vormen voor de wisselkoersdoelstelling<sup>3</sup>. Het beleid om te trachten het verschil in de korte rente ten opzichte van die in Duitsland te verkleinen in het voordeel van ons land bewijst eveneens de vastbeslotenheid van de Bank om, ook indien de positie van de D-mark wat verzwakt ten opzichte van die van de gulden, aan de vaste nominale bilaterale koers te blijven vasthouden.

De vraag is in hoeverre de belangrijkste motivatie voor de koppeling – een lage Duitse inflatie – bij een mogelijk toekomstige herschikking binnen het EMS niet dient te leiden tot een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark. Uit allerlei publikaties blijkt dat de verwachtingen voor de inflatie in Duitsland mede onder invloed van de Duitse hereniging de laatste tijd opwaarts zijn bijgesteld. Uit de maandelijks in *The Economist* gepubliceerde voorspellingen van een internationale groep van 150 economen blijkt dat de Duitse inflatieverwachting voor 1991 is opgelopen tot bijna 4%. Ook de OESO verwacht een stijging van de Duitse inflatie in 1991 tot circa 3,5%. Indien deze stijging zich voortzet, is revaluatie van de gulden uit hoofde van het Nederlandse anti-inflatiebeleid het overwegen waard.

### De reële effectieve wisselkoers

Een van de opmerkelijke aspecten van het wisselkoersdebat van de jaren zeventig was dat de voor de hand liggende vraag of men objectief kon vaststellen of een valuta al dan niet is overgewaardeerd, en zo ja, hoeveel de gulden in die periode overgewaardeerd zou zijn, onbeantwoord bleef<sup>4</sup>. Sinds het eind van de jaren zeventig worden in de diverse statistische bronnen gegevens omtrent de nominale en reële effectieve wisselkoersbewegingen standaard weergegeven. De reële koersbeweging geeft immers de wisselkoersontwikkeling ten opzichte van het buitenland weer, gecorrigeerd voor inflatieverschillen. In de praktijk van het Nederlandse wisselkoersbeleid speelt de reële koersbeweging van de gulden als beleids criterium geen rol; veeleer is deze grootte een resultante van een beleid dat in hoofdzaak gericht is op nominale grootheden. Niet iedereen is ervan overtuigd dat de reële koersbeweging een zinvol aanknopingspunt kan zijn voor het beleid. De overwegingen zijn daarbij in essentie tweërlei: ofwel men verwerpt ten principale de relevantie van het concept van de koopkrachtpariteit dat aan de interpretatiewaarde van de reële koers als in-

dicator van het juiste koersniveau ten grondslag ligt, ofwel men hanteert het praktische argument dat deze grootte met zozeer uiteenlopend cijfermateriaal kan worden berekend dat een eenduidige interpretatie vrijwel niet mogelijk is. Hier wordt a priori de relevantie van het concept aanvaard, indien men althans uitgaat van de langere termijn<sup>5</sup>.

Daarom zullen wij ons hier richten op het tweede genoemde bezwaar, namelijk dat de reële koers niet objectief te bepalen is. Het is juist dat men de reële koersontwikkeling met behulp van verschillend cijfermateriaal kan berekenen, en dat de grootte daardoor niet eenduidig te bepalen is. Wij zijn echter van mening, dat de ontwikkeling van deze variabele, mits voorzien van een gevoeligheidsanalyse, wel degelijk inzicht kan verschaffen dat van belang is voor de beantwoording van de vraag in hoeverre de gulden is overgewaardeerd of ondergewaardeerd. Het idee daarbij is dat indien de verschillende specificaties van de indicatoren eenduidig in dezelfde richting wijzen, men inderdaad van een te 'harde' dan wel te 'zachte' gulden kan spreken. De reële effectieve wisselkoers (REW) corrigeert de nominale wisselkoersontwikkeling voor prijsveranderingen tussen de landen. De door ons gehanteerde formule luidt:

$$REW_t = \sum_{i=1}^k w_i * E_t^i * [P_N^i / P_i^t]$$

waarbij  $w_i$  de gewichten voorstellen van  $k$  landen die in de berekening worden betrokken en  $t$  de tijd;  $E_t^i$  staat voor de index van de wisselkoers van het land, die is gedefinieerd als het aantal vreemde valuta per gulden;  $P_N^i$  een prijsindex van Nederland voorstelt en  $P_i^t$  dezelfde prijsindex voor land  $i$  is.

In essentie dienen bij de bepaling van de reële koersontwikkeling van een valuta vier keuzen te worden gemaakt:

- de keuze van de prijsindex;
- de bepaling van het basisjaar;
- de keuze van de handelsgewichten;
- de bepaling van de referentiegroep.

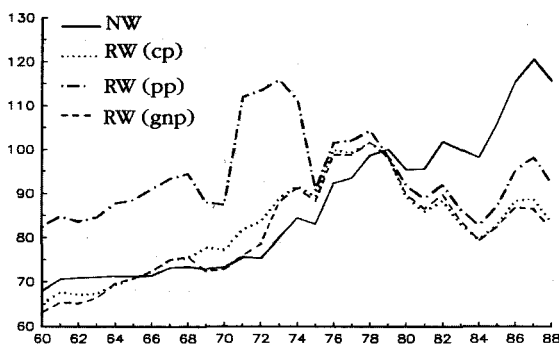
De te hanteren prijsindex is in de theorievorming rond het koopkrachtpariteitsbegrip van oudsher een belangrijk onderwerpen van discussie. Bij onze berekeningen zijn wij uitgegaan van drie prijsindices: de prijsindex voor gezinsconsumptie, de deflator van het bnp en de prijsindex voor groothandelsprijzen.

3. J. de Haan en L.H. Hoogduin, Accentverschuiving in het monetaire beleid, *ESB*, 11 november 1987, blz. 1068-1072; A.H.E.M. Wellink, De mogelijkheden voor het monetaire beleid na de liberalisatie: de visie van de Nederlandsche Bank, in: A. Lamfalussy, S.K. Kuipers en A.H.E.M. Wellink, *De mogelijkheden voor het monetaire beleid na liberalisatie*, NIBE, Amsterdam, 1990, blz. 32.

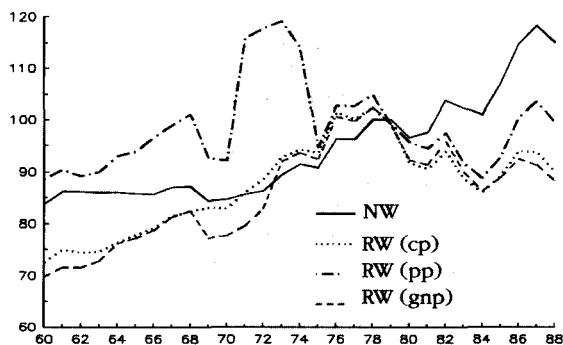
4. Een uitzondering is een artikel van De Ridder waarin hij aangaf dat over de periode 1971-1977 sprake was van een ongelijkheid tussen de (cumulatieve) nominale effectieve appreciatie gemeten met leveranciersgewichten en die welke was bepaald met concurrentengewichten. P.B. de Ridder, *Wisselkoers, concurrentiepositie en werkgelegenheid*, *ESB*, 22 februari 1978, blz. 198-202.

5. Zie bij voorbeeld P.B. Kenen, *The international economy*, Prentice-Hall, Londen, 1989, blz. 367 e.v.

**Figuur 1. Nominale en effectieve wisselkoers (concurrentengewichten, 19 landen)**



**Figuur 2. Nominale en effectieve wisselkoers (leveranciersgewichten, 19 landen)**



NW = nominale effectieve wisselkoers; RW = reële effectieve wisselkoers; cp = consumptieprijsindex; pp = producentenprijsindex; gn = bnp-deflator;  
Bron: CPB; basisjaar 1979.

Bij de bepaling van het basisjaar dient men bij voorkeur uit te gaan van een jaar waarin sprake is van afwezigheid van destabiliserende kapitaalstromen of speculatie op de valutamarkt en van een situatie waarin in het land in kwestie gelijktijdig sprake is van intern en extern evenwicht. Hierdoor lijken de jaren waarin het Bretton-Woodstelsel ineenstortte (1968-1973) of die kort na beide oliecrises (1974-1976 en 1980-1982) minder geschikt. Stelt men ten slotte als eis dat voor een lange-termijnanalyse het basisjaar voldoende ver terug in de tijd moet liggen, dan zou men voor de gevoeligheidsanalyse tot de volgende reeks van basisjaren kunnen komen: 1960, 1973 en 1979.

Bij de keuze van de handelsgewichten staat opnieuw een reeks van mogelijkheden ter beschikking: leveranciers-, afnemers-, of concurrentengewichten (dubbele weging), dan wel modelmatig afgeleide gewichten, zoals de bekende door het IMF bepaalde MERM-index. Het doel van de meting behoort de keuze van de gewichten te bepalen. Omdat de discussie hier gaat over de ontwikkeling van het Nederlandse concurrentievermogen ligt een weging met de leveranciers- en concurrentengewichten voor de hand. Wat de referentiegroep betreft beperken wij ons hier tot een groep variërend van de 12 tot 19 belangrijkste handelspartners van Nederland, afhankelijk van de bron van de gegevens omtrent de gewichten (CPB dan wel DNB).

In de gevoeligheidsanalyse werden dertig indices van de reële koers van de gulden berekend (voor 1960-1989), elk voor de drie genoemde basisjaren. Bij vergelijking van de uitkomsten kwam een aantal detailspecten naar voren. Zo bleek dat opnieuw sprake was van een eerder door De Ridder opge-

merkte asymmetrie. Ook bleek dat de met groothandelsprijzen berekende reële koers minder van het basisniveau afweek dan de overige koersindices<sup>6</sup>. Afgezien van deze detailuitkomsten, kwam de volgende grote lijn naar voren, zoals ook is geïllustreerd in de representatief te achten figuren 1 en 2. In alle gevallen bleek dat men de periode 1970-1989 qua trendmatige ontwikkeling van de reële guldenkoers in vier min of meer duidelijk verschillende deelperioden kan indelen<sup>7</sup>.

**Deelperiode I: 1970-1978.** In deze periode was sprake van een ten opzichte van de voorafgaande periode duidelijk waarneembare versnelling van de reële appreciatie van de gulden. Deze trend stond vermoedelijk mede onder invloed van de relatief hoge inflatie in ons land in combinatie met het relatief strakke wisselkoersbeleid, waarbij veel meer dan gedurende de beide decennia daarvoor getracht werd de koers van de gulden te koppelen aan die van de Duitse mark. Het is achteraf niet verwonderlijk dat gedurende de tweede helft van deze periode stemmen opgingen in de richting van een op een neerwaartse koersontwikkeling gericht beleid, te meer daar er aanwijzingen waren dat de Nederlandse exportpositie en de rendementspositie van de exporteurs in ons land juist toen werden aangetast en de betalingsbalanspositie van met name de niet-gas sectoren gedurende 1977-1980 sterk verslechterde<sup>8</sup>. Volgens onze berekeningen bedroeg de cumulatieve reële appreciatie van de gulden over 1970-1978, gemeten met consumentenprijzen dan wel de bnp-deflator, zo'n 30 procent of zelfs meer.

**Deelperiode II: 1978-1984.** Deze periode werd gekenmerkt door een relatief geringe stijging van lonen en prijzen, onder meer doordat ons land relatief sterk getroffen werd door de recessie die uit de tweede oliecrisis voortvloeide en vanwege de gematigde houding van de Nederlandse vakbeweging onder invloed van de relatief omvangrijke werkloosheid(ssstijging). Daardoor kon het gebeuren dat in 1984 ons land enerzijds het hoogste werkloosheidspercentage en anderzijds vrijwel het laagste inflatiepercentage kende van alle OESO-landen. Hierdoor ook kon de gulden reël depreciëren met, afhankelijk van de berekeningsmethode, cumulatief ruim twintig procent en verbeterde de betalingsbalanspositie van ons land.

**Deelperiode III: 1984-1987.** In deze periode daalde de gemiddelde buitenlandse inflatie ten opzichte van die in ons land onder invloed van het (ook) in die landen gevoerde gematigde monetaire beleid. Tevens was de concurrentiepositie van Nederland versterkt, samenhangend met de forse reële depreciatie in de voorafgaande periode, hetgeen de buitenlandse vraag naar Nederlandse producten stimuleerde. Dit droeg ertoe bij dat de reële depreciatie van de voorafgaande periode omsloeg in een reële

6. Voor details, zie S. Brakman, J. de Haan en C.J. Jepma, *De reële effectieve wisselkoers*, mimeo, RUG, te verschijnen.

7. Een bespreking van de 'stabiele' jaren zestig blijft hier achterwege; zie in dit verband S. Brakman en C.J. Jepma, *De reële effectieve wisselkoers als maatstaf voor de opwaardering van de gulden*, *ESB*, 18 juni 1980, blz. 710-715.

8. Zie ook S.K. Kuipers, *Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1978*; Er is inderdaad iets grondig mis met de Nederlandse economie, *ESB*, 16 mei 1979, blz. 476-482.

appreciatie. De cumulatieve depreciatie over 1978-1984 van zo'n twintig procent werd echter slechts ten dele gecompenseerd.

*Deelperiode IV: 1987- heden.* De laatste periode is de meest interessante. Het intra-Europese kapitaalverkeer werd vrijwel volledig geliberaliseerd, terwijl tegelijkertijd de stabiliteit binnen het EMS duidelijk nog verder toenam. De reële depreciatie van de gulden bij een stabiele pariteit ging gepaard met een rentedaling ten opzichte van het buitenland. Illustratief is in dit verband dat het traditionele nominale rente-ecart ten opzichte van Duitsland de afgelopen jaren voor zowel de korte als de lange rente vrijwel volledig verdween. Paradoxaal genoeg is het niveau van de reële lange rente in ons land ten opzichte van Duitsland sinds 1987 echter niet afgenomen. De reële rente in Nederland is zowel naar historische als internationale maatstaven hoog.

Zoals reeds vermeld is het niet eenvoudig om eenduidig vast te stellen of en in welke mate de gulden thans onder- dan wel overgewaardeerd is. Het beeld dat uit het berekende verloop van de reële koers gedurende de jaren tachtig naar voren komt is echter onmiskenbaar. De gulden is per saldo, hoe ook gemeten, over de afgelopen tien jaar reëel gedeprimeerd met, afhankelijk van de berekeningsvariant, zo'n tien tot twintig procent<sup>9</sup>. Beschouwt men aanvang jaren tachtig als een geschikte basisperiode, dan is de gulden thans ondergewaardeerd.

### Lagere rente?

Indien men de ontwikkelingen gedurende de afgelopen jaren overziet dan kan men zich afvragen in hoeverre het vasthouden aan een vaste mark/guldenkoers voor ons land leidt tot een schadelijke opwaartse druk op het binnenlandse renteniveau. De tijd waarin de Nederlandse geldmarktrente onder die van (West-)Duitsland lag ligt ver achter ons: dit was periodiek het geval in de periode 1981-begin 1983, tevens perioden waarin de gulden binnen het EMS regelmatig sterk stond ten opzichte van de DM. Toch was in die tijd nog geen sprake van de eerdergenoemde quasi monetaire unie tussen beide landen, getuige bij voorbeeld de eerder genoemde devaluatie van de gulden ten opzichte van de DM in maart 1983 met twee procent. Sindsdien heeft de Nederlandse korte (en lange) rente zich consequent boven die in Duitsland bevonden. Door Szász is in dit verband opgemerkt: "Politieke en economische factoren vestigden in de markt de indruk dat bij toekomstige spilkoerswijzigingen de gulden op zijn best met de mark zou meegaan en daar wellicht weer bij zou achterblijven. De Duitse rente werd daardoor een vloer waar onze rente wel boven kon liggen maar niet onder"<sup>10</sup>.

De situatie heeft zich over de jaren tachtig tot heden in zoverre gunstig ontwikkeld dat het positieve rente-ecart met Duitsland geleidelijk is verdampt. Een negatief ecart, zoals in het begin van de jaren tachtig, lijkt voor ons land echter niet eenvoudig te realiseren, zulks ondanks de aanhoudend lagere inflatie en inflatieverwachtingen in ons land ten opzichte van Duitsland en de onzekerheden omtrent de monetaire effecten van de Duitse hereniging<sup>11</sup>. De ervaring van de afgelopen zomer heeft in ieder geval geleerd dat, toen in de tweede week van juli 1990 de Nederlandse korte rente even onder die van Duits-

land dook, de markt dit binnen het EMS onmiddellijk afstrafte, zodat de mark geregeld boven de spilkoers met de gulden terecht kwam. Hierdoor was DNB op 20 juli 1990 alweer gedwongen haar belemmeringsrente te verhogen van 7,8 procent naar 8 procent, waarna de rente op de geldmarkt steeg. Is Nederland slachtoffer geworden van zijn eigen trouw aan de quasi monetaire unie met Duitsland? Het lijkt niet onaannemelijk dat zich hier wreekt dat de guldenscomponent in de internationale beleggingsportefeuilles vanwege de omvang en bekendheid van onze kapitaalmarkt begrensd is en daarmee de mate waarin de markt, juist vanwege de quasi monetaire unie, bereid is ons land als iets anders dan een economische provincie van Duitsland te beschouwen, en dus de markt gemakkelijk een lagere rente in ons land accepteert. De ervaringen van Zwitserland in de jaren tachtig versterken deze indruk. Volgens een analyse van Genberg bleef de Zwitserse korte rente door de bewuste politiek om niet te koppelen aan de Duitse mark lager dan de Duitse rente, hetgeen anders niet of in mindere mate het geval zou zijn geweest<sup>12</sup>. Indien bovengestane gedachtengang juist is, kan het wenselijk zijn een schok aan de markt toe te brengen, wil men de 'vloer' in onze rente trachten te doorbreken. Aldus zou men kunnen overwegen om het experiment van maart 1983 te herhalen, maar dan in omgekeerde zin.

Recente simulaties geven aan dat, als uitvloeisel van de Duitse hereniging, niet alleen een forse verslechtering in de externe positie van Duitsland kan worden verwacht (waarbij de oorspronkelijke projecties van het lopende-rekeningoverschot neerwaarts worden bijgesteld met op middellange termijn zo'n \$25 mrd. per jaar), maar ook (bij uitblijven van belastingverhogingen) een verslechtering van het jaarlijkse saldo van de publieke sector over de jaren negentig met zo'n 1,5 procent van het bnp<sup>13</sup>. Tegelijkertijd lijken de belangrijkste handelspartners van Duitsland, waaronder ons land bij uitstek, juist een verbetering in de genoemde variabelen te kunnen realiseren via de te verwachten 'exportboom' naar Duitsland. In het verlengde van het voorgaande valt de uitkomst dat er in Duitsland in eerste instantie een op-

9. Dit beeld wordt bevestigd in de recente landenstudie voor Nederland gepubliceerd door de Europese Commissie, EG, *Landenstudie Nederland*, Economic Papers, nr. 81, juli 1990, blz. 78. Tevens kan men, op basis van door het IMF berekende reële effectieve wisselkoersen vaststellen dat de reële effectieve depreciatie van de gulden na 1979 sterker is geweest dan die van de Duitse mark.

10. A. Szász, De ruimte voor rentedaling, *ESB*, 28 januari 1987, blz. 92-95.

11. Het negatieve ecart bij de kapitaalmarktrente in 1988 vindt waarschijnlijk zijn oorsprong in de Duitse bronbelasting. Zie W.C. Boeschoten, Bronbelasting en rente-ecart, *ESB*, 1989, blz. 448-452.

12. H. Genberg, In the shadow of the mark: exchange rate and monetary policy in Austria and Switzerland, in: V. Argy en P. de Grauwe (red), *Choosing an exchange rate regime, the challenge for smaller industrial countries*, IMF, 1990, blz. 197-219.

13. L.S. Alexander en J.E. Gagnon, The global economic implications of German unification, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no. 379, april 1990. Zie ook J.S.M. Groot e.a., Oosteuropese ontwikkelingen en hun invloed op West-Europa, *Maandschrift Economie*, jg. 54, 1990, blz. 467-484.

waartse druk op de prijzen zal ontstaan, goed te begrijpen. In het licht van de lange beleidstraditie in Duitsland lijkt het buitengewoon aannemelijk dat de Duitse monetaire autoriteiten een versnelling in de inflatie met behulp van het monetaire beleid en in het bijzonder het rentewapen zullen tegengaan. In de resultaten van de simulatie zien we dan ook dat zowel de korte als de lange Duitse rente de neiging heeft op de middellange termijn ten opzichte van de basisprojecties verder toe te nemen (evenals de reële rente), en wel met ongeveer een vol procent. Ons land zou bij het vasthouden aan de quasi monetaire unie het risico kunnen lopen ook te worden meegezogen in een dergelijk (rente)klimaat. Een revaluatie kan deze renteverhoging mogelijk temperen.

### **Gevolgen van een eventuele revaluatie**

Er kleven uiteraard bezwaren aan een revaluatie. Zo kan men zich afvragen in hoeverre een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark past in het streven naar een Europese Monetaire Unie (EMU). Bovendien kan men zich afvragen of de markt een revaluatie niet zal opvatten als een signaal dat de monetaire beleidsdiscipline in de toekomst minder strak zal worden gehandhaafd. Ook het moment van een eventuele revaluatie moet in de beschouwing worden betrokken. Een afzwakken- de conjunctuur en financiële problemen bij de overheidsbegroting kunnen overwegingen vormen om niet te revalueren.

Stel dat men niettemin op basis van de bovenstaande argumentatie een revaluatie van de gulden ten opzichte van de mark zou overwegen. De voor de hand liggende vraag is dan welke gevolgen dat heeft voor onze economie, zulks nog afgezien van de psychologische invloed op de internationale beleggers. Onlangs is in Groningen met behulp van het CESAM-model een analyse verricht omtrent de gevolgen van een revaluatie van de gulden (in 1990) met vijf procent. Uit dit onderzoek kwamen onder meer de volgende resultaten naar voren<sup>14</sup>. Het geprojecteerde forse jaarlijkse overschot op de lopende rekening van ca. f 30 mrd. (door de ondergewaardeerde gulden) neemt met zo'n f 5 mrd. af. De bruto produktie van bedrijven en de werkgelegenheid nemen op middellange termijn toe ten opzichte van de basisprojectie (met respectievelijk 0,6 procentpunt en 13.000 manjaren). Van groot belang voor het onderhavige betoog is, dat zelfs waar de genoemde psychologische effecten niet in het model zijn verwerkt, toch een onmiddellijke daling van de geldmarktrente (ten opzichte van basisprojectie) wordt voorspeld van gemiddeld 0,3 procentpunt gedurende de eerste helft van de jaren negentig. Deze studie geeft dus de indruk dat de gevolgen van een eventuele revaluatie positief zijn en dat de mogelijke nadelen voor de Nederlandse economie in de huidige constellatie op zijn minst beperkt van duur en van omvang zijn. Het kan dus zinvol zijn om deze optie in de beleidsdiscussie te betrekken.

**S. Brakman**  
**J. de Haan**  
**C.J. Jepma**

---

14. B.W.A. Jongbloed e.a., CESAM – voorspellingen voor 1990-1994, *ESB*, 4 april 1990, blz. 320-323.