



## Instappen en weginfleren?

**Auteur(s):**

I. Arnold

De auteur is hoogleraar economie aan Nyenrode Business Universiteit. [i.arnold@nyenrode.nl](mailto:i.arnold@nyenrode.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 90e jaargang, nr. 4462, pagina 250, 3 juni 2005

**Rubriek:**

Monetair beleid

**Trefwoord(en):**

*De instapkoers van de gulden in de euro heeft onmiskenbaar vermogenseffecten gehad. Maar deze zijn moeilijk te kwantificeren.*

Terwijl alles rustig is aan het rentefront, wekken onze centrale bankiers beroering met hun uitlatingen in de pers.<sup>1</sup> Recent blies DNB-directeur Brouwer de discussie rondom de instapkoers van de gulden in de euro nieuw leven in. In *Het Parool* stelde hij dat de gulden bij de introductie van de euro vijf tot tien procent was ondergewaardeerd. De nuance is in dit debat inmiddels ver te zoeken. Burgers voelen zich 'bestolen' omdat de gulden te goedkoop in de euro zou zijn opgegaan. Volgens Minister Zalm is dit idee flauwekul en verandert er helemaal niets als je schulden, prijzen en lonen door hetzelfde getal deelt.

**Wisselverlies?**

Een aantal burgers eist compensatie voor het nominale waardeverlies van hun spaargeld.<sup>2</sup> Voor 2,0 in plaats van 2,2 gulden per euro krijg je inderdaad meer euro's voor je spaargeld, maar de prijzen in euro zijn dan ook navenant hoger. Behalve voor hen die van plan waren om te gaan rentenieren in het buitenland, maakt het in koopkracht dus niets uit. In haar ijver om deze dwaalredenering te ontcrachten, schiet het ministerie van Financiën te ver door. Volgens het ministerie is de instapkoers in het geheel niet van invloed geweest op de waarde van vermogens en schulden van burgers.<sup>3</sup> Als we het vermogen en het prijsniveau op 1 januari 1999 tegen een andere instapkoers omrekenen, blijft het rele vermogen op die datum inderdaad gelijk. Maar deze enge definitie doet geen recht aan de bezorgdheid van burgers, die ook letten op waardeontwikkeling sinds 1 januari 1999. Volgens deze ruimere interpretatie is de stelling discutabel.

Of de instapkoers effect heeft gehad op de waardeontwikkeling van vermogens en schulden, is moeilijk te bepalen. Daarvoor moet ten eerste worden nagegaan of een lagere omrekenkoers zou hebben geresulteerd in een lagere inflatie. Ten tweede moet de invloed van een lagere inflatie op de waardeontwikkeling van vermogens en schulden worden bepaald.

In theorie is het effect van de omrekenkoers op de inflatie duidelijk: een lagere omrekenverhouding leidt tot een verslechtering van de concurrentiepositie. Dat rent de uitvoer af en stimuleert de invoer. Door deze vermindering van de vraag wordt eerst de economische groei en vervolgens de inflatie getemperd. Voor een ruwe schatting van de omvang van dit effect stel ik de wisselkoerselasticiteit van de vraag gelijk aan 0,20. Een tien procent duurdere gulden reduceert de economische groei dan met twee procentpunt. Wanneer we vervolgens de coëfficiënt in de Phillips curve gelijk stellen aan 0,25 resulteert een daling van de inflatie met 0,5 procentpunt. Dit zijn alleen nog maar de onmiddellijke effecten. De lagere inflatie verhoogt op haar beurt de rele rente, hetgeen de economische groei weer drukt.

De hoge inflatie heeft een zeer duidelijk effect gehad op de waardeontwikkeling van schulden en vermogens. Gegeven de Europese nominale rente leidt een ander pad voor de Nederlandse inflatie automatisch tot herverdelingseffecten tussen debiteuren en crediteuren. Zoals bekend paarde Nederland in de periode 1999-2001 een hoge economische groei aan een oplopende inflatie, culminerend in een inflatie van boven de vier procent in 2001. Onze nominale rente kwam echter tot stand in de Europese financiële markten onder invloed van de (lagere) Europese inflatie. De rele rente lag in Nederland derhalve op een ongekend laag niveau. De Nederlandse Staat, 's lands grootste schuldenaar, wist mede dankzij de inflatie de staatsschuldquote in drie jaar tijd terug te brengen van 63% van het bbp naar 53%. Het versneld weginfleren van de staatsschuld zal, naar ik mag hopen, geen overweging zijn geweest bij het vaststellen van de omwisselkoers, maar toont wel dat de vermogenseffecten substantieel zijn. Een meer gematigde inflatieontwikkeling zou een hogere rele rente hebben opgeleverd. Dat zou prettig zijn geweest voor spaarders, maar vervelend voor de schatkist.

**Conclusie**

Een duurdere gulden zou waarschijnlijk hebben geleid tot een lagere inflatie en een inkomensherverdeling van schuldenaars naar spaarders. Bovendien zou het een matigende invloed hebben gehad op de uitbundige conjuncturele ontwikkeling in de jaren 1999-2001 en op de economische kater daarna.

Dit betekent echter nog niet dat in 1998 een verkeerde beslissing over de instapkoers is genomen. Het is onmogelijk om de evenwichtswaarde van wisselkoersen precies vast te stellen. Er zijn meerdere evenwichtsmodellen in omloop en het gebruik daarvan vergt altijd imperfecte statistische schattingen. Een recente studie van het CPB (2005) suggereert dat de instapkoers van de gulden niet onrealistisch was. In 1998 voorzag ook niemand hoe onstuimig onze economie zich in de EMU zou gaan gedragen en was de internet-

zeepbel nog niet onderkend. Het nut van een lagere omrekenkoers in het afkoelen van de oververhitting kon in 1998 dus niet goed worden beoordeeld en is nog steeds discutabel. Zo betogen Beetsma en Van Wijnbergen (2005) dat niet een duurdere gulden, maar een krapper begrotingsbeleid het antwoord had moeten zijn op de oververhitting van de Nederlandse economie. Maar bezuinigen wanneer de economie bloeit en de staatsschuldquote daalt, is politiek gezien even lastig als het veranderen van de instapkoers.

**Ivo Arnold**

#### *Literatuur*

Beetsma, R. & S. van Wijnbergen (2005) *Zalm heeft fout financieel beleid gevoerd*. *NRC Handelsblad*, 25 mei.

Van Ewijk, C. & G. Gelauff (2005) *Geen uitverkoop van de gulden*. CPB Memorandum 118, 19 mei, CPB.

---

**1** Zie ook het artikel van De Haan en Jansen op blz. 251-253 van dit nummer.

**2** Zie [www.wisselverlies.org](http://www.wisselverlies.org).

**3** Zie [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl).