

Uitverkoop van de gulden?

In de aanloop naar het referendum over de Europese Grondwet verschenen opeens verhalen in de media over de vermeende uitverkoop van de gulden. Is de gulden te goedkoop de euro ingegaan? Betekent dit inderdaad dat veel Nederlanders er armer van zijn geworden? Is de euro de bron van inflatie die de tegenstanders er achteraf van proberen te maken? En had het anders gekund en gemoeten?

Een oud verhaal

Eind april verschenen in de media verhalen over het feit dat de gulden te goedkoop de euro zou zijn ingegaan. Die verhalen zijn om meerdere redenen verrassend. Ten eerste bevatten zij geen nieuwe feiten. Het was indertijd in brede kring bekend dat de gulden in de aanloop naar de invoering van de euro relatief sterk was tegenover de Duitse mark.

De redenen waarom men desondanks niet tot een revaluatie van de gulden is overgegaan zijn eveneens al jaren zonneklaar. Niets nieuws onder de zon, derhalve. De tweede verrassing ligt in de suggestie dat als gevolg van de ‘verkeerde’ omrekeningskoers grote verschuivingen in bezittingen en schulden zijn opgetreden en dat de ‘foute’ koers de belangrijkste oorzaak is van de relatief hoge inflatie van begin 2002.

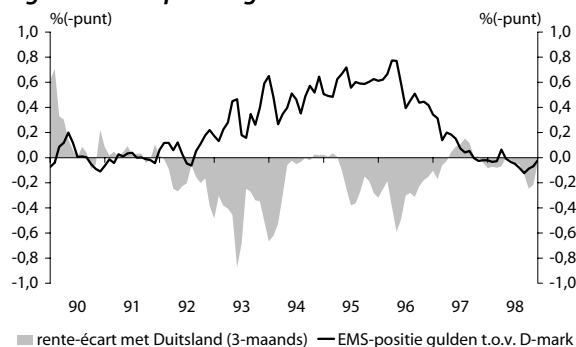
Is ons land daadwerkelijk slechter geworden van de gekozen omwisselkoers van de euro? Wat waren de gevolgen geweest als men wél voor een revaluatie van de gulden had gekozen?

De kracht van de gulden

De gulden was in de decennia voorafgaand aan de vorming van de Economische en Monetaire Unie (EMU) strak gekoppeld aan de Duitse mark. De laatste devaluatie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark dateert van het voorjaar van 1983. Sedertdien stond het Nederlandse monetaire beleid feitelijk geheel in dienst van de wisselkoersdoelstelling. In de loop der jaren is het wisselkoersbeleid enkele malen vanuit de politiek ter discussie gesteld. Aan het eind van de jaren ‘80 klonken her en der geluiden dat de gulden zou moeten worden gedevalueerd om de concurrentiepositie te versterken. DNB

kon, wijzend op de achteraf beschouwd hoge prijs van de devaluatie van 1983, deze druk eenvoudig pareren. Na de devaluatie heeft de rente op de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt namelijk jarenlang duidelijk boven de Duitse rente gelegen. Dit kan worden gezien als een uiting dat de markten aanvankelijk de geloofwaardigheid van de wisselkoerskoppeling in twijfel trokken.

Figuur 1: EMS-positie gulden en rente-écart



Bron: CBS

In de tweede helft van de jaren negentig won de gulden dankzij een relatief gunstige inflatieontwikkeling in ons land geleidelijk aan kracht tegenover de mark, waarbij de munt op het laatst stelselmatig boven de spilkoers noteerde. Daarbij lag de Nederlandse rente vaak licht onder de Duitse, wat de kracht van de gulden nog eens onderstreepte.

Figuur 2: Inflatie



Bron: CBS

Dit leidde op de valutamarkt tot enige speculatie op een revaluatie van de gulden. Aan de andere kant gaven de economische omstandigheden in het midden van de jaren '90 geen aanleiding tot een

revaluatie van de gulden. De economie groeide weliswaar in een stevig tempo (rond de 3% per jaar), maar de Nederlandse inflatie lag daarbij stelselmatig onder de 2%. Van oververhitting van de Nederlandse economie was in die tijd derhalve nog zeker geen sprake.

Het Verdrag van Maastricht

In het Verdrag van Maastricht staan de voorwaarden geformuleerd waar een land aan moest voldoen om deel te mogen nemen aan de EMU. Naast de bekende criteria ten aanzien van de overheidsfinanciën, inflatie en rente, bevat dit Verdrag ook de bepaling dat een land minstens twee jaar moest deelnemen aan het wisselkoersarrangement van het Europese Monetair Stelsel (EMS) zonder devaluatie. Dit betekent ook, dat een eventuele revaluatie van de gulden tegenover de mark gevoelig lag: vanuit Duits perspectief zou het immers een devaluatie betreffen. Daarmee was een aanpassing van de verhouding tussen de gulden en de mark, nota bene de harde kern van het EMS, na januari 1997 in feite uitgesloten. Een eventuele opwaardering van de gulden tegenover de mark zou dan ook uiterlijk eind 1996 hebben moeten plaatsvinden, iets wat de financiële markten zeker mogelijk achtten, ook al gaf de economische situatie in ons land er op dat moment geen aanleiding toe.¹

De vaststelling van de omwisselingskoers

De verhouding waartegen de gulden opging in de euro is vastgesteld op 31 december 1999, op grond van de op dat moment geldende waarde van de ECU.² De onderlinge verhouding van de deelnemende munten werd overigens al in mei 1998 bepaald. De koers van de gulden heeft in de jaren voorafgaand aan dit moment nooit meer dan enkele fracties van procenten van zijn spilkoers met de Duitse mark afgelegen.

Nu is de feitelijke vaststelling van de waardeverhouding ten opzichte van de euro voor de binnenlandse financiële verhoudingen van weinig belang. Immers,

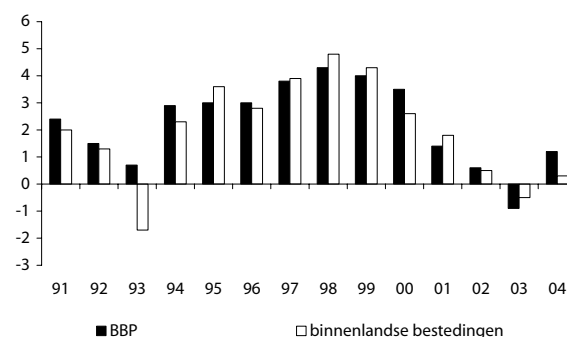
alle guldenbedragen, hetzij schulden, hetzij bezittingen, inkomsten of uitgaven, werden door dezelfde factor gedeeld. We hadden als land ook kunnen besluiten om voortaan de gehele economie in Rijksdaalders, of desnoods in dubbeltjes, uit te drukken. Ook daar was niemand rijker of armer van geworden. Zo beschouwd kan een groot deel van de berichtgeving over dit onderwerp als behoorlijk onzinnig en tendentiekus worden afgedaan. De enige factor die wél van belang was betreft natuurlijk de wisselkoersverhouding met andere EMS-landen, met name Duitsland.

De euro als bron van inflatie?

Heeft de vaststelling van de eurokoers de inflatie in ons land onnodig ver opgejaagd? Als de gulden duidelijk ondergewaardeerd zou zijn geweest ten opzichte van de Duitse mark (en de daaraan gekoppelde andere EMS-valuta's), had dat vooral moeten leiden tot een extra impuls van de uitvoergroei.

Als echter naar de samenstelling van de economische groei in de jaren 1997 – 2001 wordt gekeken, dan blijkt dat de economische groei niet zozeer was gebaseerd op een sterke toename van de uitvoer, maar dat het vooral de binnenlandse bestedingen waren die de groei droegen.³ Evenmin is sprake geweest van een uit de hand gelopen inflatie. Pas in 2001 maakte die een forse sprong, vooral door van de BTW-verhoging per 1 januari van dat jaar.

Figuur 3: Binnenlandse bestedingen versus BBP-groei (Nederland)



Bron: CBS

¹ Wel is de Ierse punt in maart 1998 nog eenzijdig gerevalueerd. Dit was een coorectie op een eerdere devaluatie, die achteraf veel te omvangrijk bleek te zijn geweest.

² De ECU was een valutamand waarin de munten van alle lidstaten van de EU met een bepaald gewicht waren opgenomen.

³ Het jaar 2000, waarin de wereldhandel zeer krachtig groeide, vormt een uitzondering.

Voor de consumenten werd de euro pas in januari 2002 een feit, toen de nieuwe munt in chartale vorm werd ingevoerd. Vanaf dat moment gingen de binnenlandse prijzen om van guldens naar euro. Ondanks het feit dat gedurende langere tijd prijzen zowel in gulden als in euro moesten worden weergegeven, hebben in sommige sectoren ondernemers de gelegenheid aangegrepen om hun marges te verhogen. De in het begin van 2002 nog tamelijk robuuste bestedingsontwikkeling bood hun hiertoe ook de gelegenheid. Dit gebeurde met name in de horeca en in de detailhandel. Omdat het hier goederen betreft die men regelmatig aanschaft, zodat men ook regelmatig met de hogere prijs wordt geconfronteerd, lag de zogeheten ‘gevoelsinflatie’ aanmerkelijk boven het tempo van geldontwaarding zoals de prijsindex van het CBS dat aangeeft. In de detailhandel is sindsdien, onder invloed van de laagconjunctuur en de prijzenoorlog tussen de supermarkten, overigens alweer een stevige prijsdaling opgetreden.

Overigens kan wél worden gesteld dat een ‘mooiere’, meer transparante omrekeningskoers (zoals bijvoorbeeld € 1,= HFL 2,00) het moeilijker zou hebben gemaakt om de prijzen grof naar boven af te ronden. Men kon dit echter niet bewerken via een revaluatie van de gulden tegenover de markt. De uiteindelijke omrekeningsfactor tussen de munten van de deelnemende landen en de euro werd immers bepaald op grond van de koers van de ECU. In deze valutamand waren ook de munten van enkele niet aan de EMU deelnemende landen opgenomen, zoals het Britse pond en de Deense Kroon. Na het onderling vastkoppelen van de deelnemende munten was het dus uiteindelijk ook het koersverloop van een zwevende munt als het Britse Pond Sterling dat de uiteindelijke omrekeningsfactor mede bepaalde. Toen deze procedure eenmaal was vastgelegd, kon geen politicus in binnen- of buitenland daar nog wat aan veranderen.

Had het anders gekund?

Op grond van het voorgaande kan worden gesteld dat er vanuit Nederlands perspectief geen aanleiding was om de gulden in mei 1998 te revalueren ten opzichte van de Duitse mark. Van oververhitting van de

Nederlandse economie was op dat moment nog geen sprake. Verder bestond indertijd de terechte vrees dat een dergelijke actie de deur wijd open zou zetten voor andere landen om in dat geval, net als Duitsland, hun munt eveneens te devalueren. De kans was groot dat zo’n ronde van competitieve devaluaties en de daarbij te verwachten onrust op de financiële markten het gehele europroject in zicht van de haven zouden hebben doen stranden.

Maar stel nu eens dat het wel had gekund en dat enkel en alleen de gulden met enkele procenten was opgewaardeerd ten opzichte van de Duitse mark (en daarmee natuurlijk ook ten opzichte van de andere aan het EMS deelnemende valuta’s). Wat waren dan de gevolgen voor ons land geweest? In dat geval was de concurrentiepositie van ons land acuut met enkele procenten verslechterd, wat een remmende invloed op de conjunctuur zou hebben gehad. Of dit genoeg was geweest om de versnelling van de economische groei tegen het einde van het decennium te voorkomen mag worden betwijfeld. Deze werd immers vooral gedragen door binnenlandse factoren, zoals vermogenseffecten vanuit woningmarkt en aandelenbeurs en een expansief begrotingbeleid. Verder zou ons land, dat per saldo meer bezittingen (beleggingen en directe investeringen) in Duitsland heeft dan omgekeerd, hierop een acuut vermogensverlies hebben geleden. Alleen al in Duitsland zou iedere procent revaluatie op zichzelf al tot een vermogensverlies van € 100 miljoen op de directe investeringen hebben geleid. Daar komen dan de vermogensverliezen op de beleggingen in de andere Europese landen nog eens bij. De totale schade voor het Nederlandse bedrijfsleven en onze pensioenfondsen zou al snel in de miljarden euro’s hebben gelopen.

Devaluatie Duitse mark?

DNB heeft in haar reactie op alle commotie ook gesteld, dat er wellicht alleen ten opzichte van de Duitse mark sprake was van enige onderwaardering van de gulden, maar niet ten opzichte van de andere Europese valuta’s. Daarmee zegt de Bank indirect dat zij van mening is dat de Duitse mark overgewaardeerd was tegenover het gehele monetaire stelsel. Dat betekent dat de Duitse munt in de aanloop naar de invoering van de euro eenzijdig had moeten worden

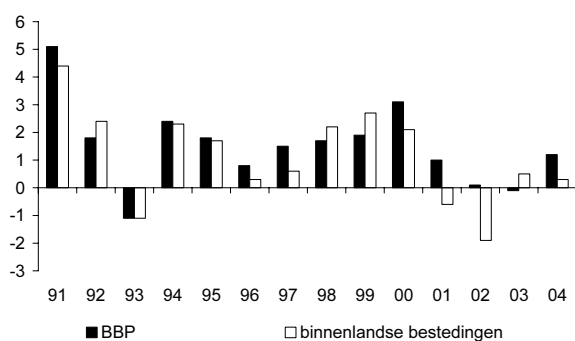
gedevalueerd.

Nu was dit scenario in de context van het EMS niet bespreekbaar. De Duitse mark was immers het anker van het stelsel en het gezichtsverlies van een devaluatie op de valreep was voor de Duitsers absoluut niet acceptabel. Waarschijnlijk hadden de meeste andere landen een devaluatie van de mark ook niet geaccepteerd.

Wel heeft de Duitse economie in het grootste deel van de jaren '90 slecht gepresteerd. Het was dan ook goed mogelijk geweest dat een devaluatie van de mark de Duitse economie een zeer welkome extra impuls had kunnen geven. Duitsland kampt immers tot op de dag van vandaag met de financiële last van de Duitse eenwording. Mede daardoor heeft het land problemen om zijn overheidsfinanciën op orde te krijgen. Wellicht had een devaluatie van de mark de Duitse conjunctuur kunnen steunen. Dan zou wellicht ook de binnenlandse economie zich krachtiger hebben ontwikkeld. Men zou zich zelfs kunnen voorstellen dat het overheidstekort binnen de grenzen van het Stabiliteits- en Groeipact zou zijn gebleven.

Toch gaat het veel te ver om de zwakke Duitse groeiprestatie geheel aan de overgewaardeerde mark toe te schrijven. De Duitse problemen zijn in hoge mate binnenlands van aard, waar een politieke patstelling nu al jarenlang een krachtig hervormingsbeleid belemmert. Mede daardoor zit de Duitse arbeidsmarkt op slot, is de werkloosheid hoog en het vertrouwensklimaat zwak.

Figuur 4: Binnenlandse bestedingen versus BBP-groei (Duitsland)



Bron: CBS

Het zijn ook in Duitsland met name de binnenlandse bestedingen die het conjunctuurverloop goeddeels

verklaren. In ieder geval lag de groeibijdrage van de buitenlandse handel in Duitsland steevast boven die van de meeste andere Europese landen. Dit duidt niet op een in de Europese context overgewaardeerde wisselkoers. Men kan dus de nodige vraagtekens zetten bij de uitspraken van DNB in deze.

Conclusie

Alles overziend kan worden gesteld dat de positieve gevolgen van een revaluatie van de gulden in 1998 voor het conjunctuurverloop beperkt zouden zijn geweest. Daar stonden dan de nadelen van een acuut verslechterde concurrentiepositie en een vermogensverlies en de hierboven omschreven risico's voor het europroject tegenover.

De inflatie naderhand was niet primair het gevolg van een te lage koers van de gulden ten opzichte van de Duitse mark, maar van een oververhitting van de binnenlandse economie. Een verhoging van de BTW gooide daarbij in 2001 olie op het vuur. Voorts werd de conjunctuur nog eens stevig aangewakkerd vanuit een al te expansief begrotingsbeleid (dat overigens kamerbreed werd gedragen) en een zeer forse lastenverlichting.

Het geheel overziend luidt de conclusie dan ook, dat de geringe voordelen van een revaluatie van de gulden verre werden overschaduwed door de economische en politieke nadelen van een dergelijke stap. Zowel beschouwd vanuit politieke als economische overwegingen heeft men indertijd, bij de vaststelling van de onderlinge waarde van de aan de euro deelnemende munten, op grond van de indertijd beschikbare informatie de juiste keuze gemaakt.

Meer vraagtekens kan men daarentegen zetten bij het gevoerde begrotingsbeleid onder de kabinetten Kok-II en Balkenende I en II. In het sedert 1990 gevoerde procyclische begrotingsbeleid ligt de werkelijke kiem voor de oververhitting van het einde van de jaren '90 en de aanhoudende laagconjunctuur van de afgelopen jaren. Maar met de euro heeft dat allemaal weinig van doen.

juni 2005

Wim Boonstra (030 - 2166617)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl