

Gevolgen van de Duitse Monetaire Unie

De stroom Oost Duitsers die naar de BRD verhuist, vormt een directe bedreiging voor de Oostduitse economie, terwijl zij voor de BRD inmiddels eveneens overwegend negatieve effecten begint te krijgen. Aangezien het motief om te verhuizen voor de meeste Oost Duitsers voornamelijk van materiële aard is, kan de stroom slechts worden ingedamd door het levenspeil in de DDR snel op te trekken. Het enige realistische kader daarvoor is de vorming van een Duitse Economische en Monetaire Unie (DEMU). Aangezien de problemen in de beide landen steeds sneller toenemen naarmate de DEMU wordt uitgesteld, kan men zich lang wachten niet permitteren.

Consequenties voor de BRD

Economische groei

Na de totstandkoming van de DEMU zullen de consumptieve bestedingen in de DDR snel stijgen. Deze bestedingen zullen zich vooral richten op westerse, en dan weer vooral Westduitse producten, zodat de Westduitse conjunctuur een impuls krijgt. Ook uit hoofde van infrastructurele en bedrijfsinvesteringen in de DDR zal vraag worden uitgeoefend naar de producten van de Westduitse industrie. Hierdoor zal de economische groei in de Bondsrepubliek na de economische eenwording op een hoger niveau komen te liggen. Gelet op de achterstand van de Oostduitse economie zal een relatief hoog groeicijfer op middellange termijn gehandhaafd kunnen blijven.

Inflatie

Er doemen echter gevaren op voor de Westduitse prijsstabiliteit. Ten eerste bestaat in de DDR een omvangrijke 'monetaire overhang'. DDR-burgers hebben spaartegoeden die zij voornamelijk hebben opgebouwd omdat er onvoldoende interessante consumptiegoederen beschikbaar waren. In een DEMU kunnen deze zich ontladen in een bestedingsgolf. In hoeverre dit het geval zal zijn, hangt af van de omwisselingskoers en de effectiviteit van maatregelen die deze liquiditeitsmassa kunnen binden.

Een tweede gevaar heeft te maken met het doel van de DEMU zelf. In

eerste aanleg moeten DDR-burgers immers door een verhoging van hun levensstandaard ertoe gebracht worden in de DDR te blijven. De noodzakelijke verbetering van de levensstandaard van de Oostduitse bevolking bedraagt ca. DM 80 mrd op jaarbasis¹ (hieraan ligt ten grondslag dat het loonniveau in de DDR dient te worden opgetrokken van 40% tot 70% van het niveau in de BRD, een door de Europese Commissie gekozen uitgangspunt). Te verwachten valt dat de Oostduitse consument zijn inkomensvooruitgang in belangrijke mate zal willen besteden aan westerse, vooral Westduitse, producten. Daarbij komt dat de marginale consumptiequote van de Oost Duitsers zeer hoog is. Dit impliceert een bestedingsimpuls. Ook de Westduitse consument zal door een combinatie van sterkere loonstijging en de doorgevoerde belastingverlaging dit jaar zijn consumptieniveau fors opkrikken. Ofschoon de investeringen in de Bondsrepubliek en de DDR fors zullen stijgen moet worden gevreesd dat de bestedingsimpuls (de investeringen zelf vormen uiteraard ook zo'n impuls) zo omvangrijk zal zijn en zich al zo snel zal manifesteren dat de Westduitse economie, waar de bezettingsgraad momenteel toch al hoog is, tegen haar capaciteitsplafond zal botsen. Vooral de investeringen in de Oostduitse infrastructuur, hoe hard nodig ook, leiden niet snel tot een uitbreiding van de productiecapaciteit, maar leggen via het inkomenseffect wel direct een beslag op productiecapaciteit. Uiteraard zal een deel van de additionele bestedingen weglekken naar het buitenland, maar de sinds 1987 opgetreden reële effectieve depreciatie van de D-mark vormt hier een belemmerende factor.

De Westduitse industrie heeft momenteel reeds een bezettingsgraad van 90%. Het is waarschijnlijk dat deze flink zal stijgen. In hoeverre de bezettingsgraad op zal lopen, hangt uiteraard af van het tempo waarin de productiecapaciteit wordt uitgebreid. In verband met de bovengeschetste problemen zal het tempo voorlopig niet boven de 5% per jaar komen. De bezettingsgraad in de industrie zal dan oplopen van 90% nu tot ca 95% in de eerste helft van 1991. Het is niet waarschijnlijk dat zulks kan worden gerealiseerd zonder be-

langrijke inflatoire gevolgen. Bijgevolg zal de inflatie in het laatste deel van 1990 reeds oplopen en in het eerste deel van 1991 verder accelereren tot 5% op jaarbasis. Na 1991, wanneer de capaciteitseffecten van de investeringen in West- en Oost-Duitsland ten volle benut kunnen worden, kan de inflatie weer geleidelijk dalen.

Overheidsfinanciën

De snellere economische groei zal tot hogere belastinginkomsten leiden. Toch zullen de overheidsfinanciën de komende jaren een verslechtering ondergaan aangezien de Westduitse overheid er niet aan zal ontkomen het ontwikkelingsproces van de huidige DDR gedurende een (beperkt) aantal jaren financieel te steunen. De overheidsfinanciën, die vorig jaar min of meer in evenwicht verkeerden, zullen een tekort gaan vertonen van ten hoogste 3%, een aanvaardbaar niveau.

Lopende rekening

De sterke economische groei zal leiden tot extra import. Het overschot op de lopende rekening zal daardoor verminderen, maar niet verdwijnen.

Monetair beleid en rente

De Bundesbank bevindt zich in een moeilijke positie. Cijfers over de geldhoeveelheid zullen na de totstandkoming van de DEMU weinig inzicht verschaffen in de feitelijke monetaire verhoudingen. Zoals hierboven geschetst, lijkt het oplopen van de inflatie onvermijdelijk. Het is evenwel moeilijk aan te geven welk deel van de voorziene inflatie door de Bundesbank onaanvaardbaar geacht zal worden. Daarnaast is er natuurlijk de nodige druk op de centrale bank het (economische en daarmee politieke) ontwikkelingsproces in de DDR niet in gevaar te brengen door een te krap monetair beleid. De Bundesbank

1. Huidig gemiddeld nettoloon (in koopkrachtpariteiten) is 40% van het Duitse modale netto inkomen, dat wil zeggen $40\% \times \text{DM } 28.500 = \text{DM } 11.400$. Dit moet worden opgetrokken tot 70%, hetgeen een stijging per werknemer impliceert van DM 8.550. Het aantal werknemers waarvoor dit geldt is ca 7 mln. zodat een totaal bedrag van ca DM 60 mrd. gemoeid is. Ook het inkomen van uitkeringsgerechtigden zal omhoog moeten. Dit geldt allereerst voor de te verwachten 1,75 mln. nieuwe werklozen. Hun uitkering stellen wij op 50% van het huidige Westduitse modale inkomen. Hun inkomen zou dan stijgen van DM 11.400 tot DM 14.250. Zodoende gaat het hier om een stijging van het inkomen met DM 5 mrd. Ook overige uitkeringsstrekkers zal een inkomensstijging geboden moeten worden. Ofschoon het zeer moeilijk is betrouwbare cijfers te vinden over het huidige inkomensniveau van deze mensen, gaan wij ervan uit dat het hier om ca 3,5 miljoen mensen gaat die een stijging met DM 4.000 à DM 4.500 per jaar zouden krijgen. De totale inkomensstijging van deze groep bedraagt dan ca DM 15 mrd.

zal daarom waarschijnlijk voorzichtig blijven opereren. Daarbij zal zij enige (zeer beperkte) inflatiestijging wellicht tolereren en derhalve voorlopig geen actie ondernemen. Toch valt te verwachten dat zij ruim voor het einde van het lopende jaar reeds een verkrapping zal doorvoeren. In de eerste helft van 1991 mogen verdere rente-opdrijvende acties worden verwacht. Het is overigens twijfelachtig of de Bundesbank in staat zal zijn de inflatiestijging beperkt te houden tot voor haar aanvaardbare proporties.

De kapitaalmarktrente is de laatste weken weer wat gedaald nadat in februari een forse stijging was opgetreden. Bij voorlopig echter meevallende inflatiecijfers en het concreter worden van de plannen omtrent de DEMU (vooral wat betreft het neutraliseren van de inflatoire gevaren van de monetaire overhang) zal de rust op de obligatiemarkt weerkeren en de tarieven zullen zich daarbij stabiliseren of licht dalen. In onze optiek zal de acceleratie van de inflatie in het laatste deel van 1990 en de eerste helft van 1991 de financiële markten ondanks de reeds bestaande vrees toch onaangenaam verrassen. De kapitaalmarktrente zal in die periode dan ook opnieuw stijgen. In 1992 neemt de inflatoire druk weer af waardoor de rente dan zal dalen.

De koers van de D-mark

De bovenbeschreven factoren kunnen zowel tot neerwaartse als tot opwaartse druk op de D-mark leiden. Hogere inflatie, een afnemende van het overschot op de lopende rekening en een toenemend tekort bij de overheidsfinanciën duiden op een verslechtering van de 'fundamentals'. Toch zal het niet tot een verzwakking van de positie van de D-mark komen. Ten eerste blijven de fundamentals bij tal van grote industrielanden gunstig afsteken. Ten tweede is het bij voorbaat duidelijk dat de verslechtering van tijdelijke aard is en

geenszins wordt veroorzaakt door een afnemende concurrentiekracht. Bovendien echter zullen de hogere Duitse rente en de nieuwe mogelijkheden voor bedrijfsinvesteringen aanleiding geven tot een omvangrijke vraag naar D-mark. Ten opzichte van andere belangrijke valuta's zal de D-mark zich per saldo goed weten te handhaven en mogelijk nog iets aan kracht winnen.

Een herschikking binnen het EMS is van de baan. De fundamentele economische factoren maken een revaluatie van de D-mark minder gewenst. Bovendien is de aantrekkelijkheid van een devaluatie voor de andere landen sterk verminderd. Nu de Duitse economie sneller zal groeien dan voorzien, heeft geen enkel land behoefte aan de additionele conjuncturele impuls die uitgaat van een devaluatie. Bovendien dreigen de andere landen reeds bij stabiele wisselkoersen inflatie uit Duitsland te gaan importeren. Zij willen dit ongetwijfeld niet verergeren door een devaluatie.

Tot een omgekeerde wisselkoersaanpassing (devaluatie van de D-mark) zal het evenmin komen. Daarvoor blijft de Duitse economie te sterk zodat de markt een devaluatie niet zal afdwingen. Daarnaast zullen de Duitse autoriteiten er, gelet op de toch al oplopende inflatie, ongetwijfeld geen medewerking aan verlenen. Ook voor de andere landen is het geen reële optie, aangezien zij hun renteniveaus daarvoor waarschijnlijk zouden moeten laten stijgen ten opzichte van het Duitse.

Gevolgen voor Nederland

Economische groei

De snellere economische expansie bij onze oosterburen zal leiden tot nieuwe exportmogelijkheden zowel naar Duitsland als naar zijn handelspartners. Die extra impuls zal de komende jaren leiden tot gemiddeld 0,5 procentpunt meer economische groei.

Inflatie

Via de handelsrelaties met West-Duitsland zal de oplopende Duitse inflatie ook bij ons leiden tot een versnelling van het tempo van prijsstijging. Toch zal het verschil tussen de inflatie bij ons en die in West-Duitsland nog groter worden. Dit wordt veroorzaakt door de geringere druk op de productiecapaciteit en een gematigder loonontwikkeling te onzent.

Overheidsfinanciën

De extra economische groei zal leiden tot een meevallende ontwikkeling van de belastinginkomsten. Een half procent extra economische groei gemiddeld per jaar tot 1994 leidt tot f 6 mrd. aan extra collectieve inkom-

sten in dat jaar. Daarnaast vermindert de werkloosheid met ca 50.000 personen, hetgeen in 1994 een besparing oplevert van ruim f 1 mrd. De hogere rente vormt echter een tegenvaller. Elke procentpunt hogere rente betekent in 1994 f 2 mrd. extra rentelasten. Wij gaan ervan uit dat de rente over de periode tot en met 1994 3 à 4 procentpunt hoger zal komen te liggen dan waarvan in het regeerakkoord werd uitgegaan (6%). Per saldo blijft de realisering van de doelstelling uit het regeerakkoord (een financieringstekort van 3,25% in 1994) haalbaar.

Lopende rekening

In tegenstelling tot de ontwikkeling in Duitsland, zal het overschot op de Nederlandse lopende rekening positief worden beïnvloed door de DEMU. Wij zullen immers een exportgeleide groei-impuls ondergaan.

Wisselkoersbeleid en rente.

Mede gezien de brief van Minister Kok aan de Tweede Kamer zal er geen wijziging optreden in het valulaire beleid. Voorlopig verbeteren de economische 'fundamentals' in Nederland ten opzichte van die in West-Duitsland, hetgeen een afwaardering van de gulden onnodig en ongewenst maakt. Tegelijkertijd leiden de rentestijging in Duitsland en het vertrouwen dat blijft bestaan (en zelfs nog toeneemt) in de mogelijkheden van de Duitse economie, tot een financiële stroom naar de D-mark, die die munt zal ondersteunen. Een opwaardering van de gulden zou slechts gerealiseerd of afgedwongen kunnen worden met een rente die stijgt ten opzichte van de Duitse. Noch de regering, noch het parlement zullen dat willen. Toch is er een discussie ontstaan over de vraag of met een ander wisselkoersbeleid een lagere rente zou zijn te bereiken dank zij onze lagere inflatie. De wens is hier de vader van de gedachte, onkunde omtrent het werken van financiële markten de moeder. Immers, in een wereld van vrij kapitaalverkeer kan een kleine open economie als de Nederlandse zijn kapitaalmarktrenteniveau niet zelfstandig vaststellen. Het loslaten van de nagenoeg vaste koppeling aan de Duitse mark zou de partijen in de financiële markten er slechts toe nopen voor hun lange guldenbeleggingen een extra risicopremie bovenop de Duitse rente te eisen om te compenseren voor het wisselkoersrisico dat ten opzichte van de mark wordt gelopen. De inflatie in Nederland zelf is voor de internationale belegger immers van geen belang. Het verschil tussen de lange rente in Nederland en die in Duitsland zou dus hoger zijn dan het nu is, en daarmee wordt ook het renteniveau hoger in plaats van lager. Afgezien hiervan zou een Nederlands besluit om de

Tabel. Kerncijfers Duitse en Nederlandse economie, 1990-1992 (jaargemiddelden in procenten)

	1990	1991	1992
Duitsland			
bnp-groei	4	4,5	4,5
inflatie	3,25	5	4,5
korte rente	8,75	9,25	8,5
lange rente	9,25	10,25	9,5
Nederland			
bnp-groei	3,25	3,5	3
inflatie	2,5	3,5	3,25
AIBOR, 3 mnd	9,25	9,75	9
Staatsobligaties, 5-8 jaar	9,5	10,5	9,75

Bron: Economisch Bureau Amro Bank.

koppeling aan de markt te verbreken het Europese integratieproces schade berokkenen. Uitgerekend het enige land in het EMS dat al bijna een monetaire unie met de BRD heeft, zou bij de eerste de beste rentehobbel afhaken. Dit zou een terugslag van jaren betekenen.

De Nederlandsche Bank zal eerder aansturen op het renteverskil met de Bondsrepubliek zo klein mogelijk te houden. De kapitaalmarktrente zal in lijn bewegen met de Duitse, zij het dat ook hier het ecart geringer zal zijn dan tot voor kort het geval was. De Nederlandse economie ontwikkelt zich de komende tijd op enkele punten immers beter dan de Duitse. Een blijvend negatief ecart is evenwel niet te verwachten, gezien de voorkeur voor beleggingen in D-mark boven guldenbeleggingen.

Conclusies

Samenvattend verwachten wij dat de huidige Westduitse economie een niet onaanzienlijke groei-impuls zal onderkennen van de DEMU, die naar wij veronderstellen rond medio '90 tot stand zal komen. De inflatie zal echter vooral in het laatste deel van 1990 en de eerste helft van 1991 accelereren tot 5% op jaarbasis. Ook de overheidsfinanciën en de lopende rekening zullen een verslechtering ondergaan, zij het niet dramatisch. De geldmarktrente zal zich voorlopig stabiliseren, terwijl de kapitaalmarktrente iets zal dalen. Later in het jaar echter, wanneer de inflatie oploopt, zal het monetaire beleid worden verkrappt. Zowel de geldmarktrente als de kapitaalmarktrente stijgen dan. De positie van de D-mark zal geen wezenlijke verandering ondergaan. Een EMS-aanpassing is voorlopig van de baan en tegenover non-EMS-valuta's zal de D-mark iets sterker kunnen worden in verband met de hogere rente.

De Nederlandse economie ondergaat eveneens een positieve conjuncturele impuls van de DEMU. Het verschil tussen de Duitse en de Nederlandse inflatie zal daarbij in de komende 18 maanden nog groter worden. Ook de Nederlandse overheidsfinanciën en lopende rekening ontwikkelen zich de komende tijd gunstiger dan de Duitse, al is de hogere rente een tegenvaller voor de schatkist. Aan de Duitse rentebeweging zullen wij namelijk niet kunnen ontlopen, al zullen de ecarts weer terugkeren naar gebruikelijker niveaus. De koppeling van de gulden aan de D-mark zal niet worden beëindigd. Er is geen reden om te verwachten dat de markten een dergelijke ont koppeling zouden afdwingen, noch is het voor de monetaire autoriteiten een wenselijke of realistische optie.

Het proces gericht op de totstandkoming van een Europese Economische en Monetaire Unie zal door de DEMU in een stroomversnelling geraken. Wel zij opgemerkt dat bij de DEMU de Westduitse autoriteiten meer zeggenschap krijgen; de Oostduitse autoriteiten worden op economisch gebied immers onder curatele gesteld. Bij de vorming van

de EMU zullen de Duitsers juist concessies moeten doen ten aanzien van beleidssoevereiniteit.

J.L.M. de Jong
W.W. Boonstra
E. de Vries

De auteurs zijn verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank.