

# Duitsland

## Het dilemma van de Bundesbank

De Westduitse conjunctuur is de laatste kwartalen verzwakt, maar het Lombardtarief is door de Bundesbank vorig jaar in drie stappen verhoogd en bevindt zich op een naoorlogs record. De kapitaalmarktrente is daarentegen geleidelijk tot ver onder de geldmarktrente gedaald. De sterke inversiteit van de rentetermijnstructuur wordt toegeschreven aan de marktverwachting dat de Bundesbank de inflatie zal weten terug te brengen en in lijn daarmee ook de officiële tarieven wezenlijk zal verlagen. Een dergelijke ontwikkeling zou zich in het tweede deel van dit jaar kunnen voltrekken. In het navolgende zal worden onderzocht of het scenario van een lichte groeiversnelling, gekoppeld aan een versoepeling van het monetaire beleid in het tweede deel van 1992, realistisch en consistent is.

### Conjunctuur

Het Westduitse bnp is in 1991 in volume met 3,1% gestegen, nadat in 1990 een groei van 4,7% was gerealiseerd. Voor 1992 wordt een verdere afzwakking verwacht. Deze cijfers verhullen echter de beweging door het jaar heen. De terugval van het groeitempo in 1991 is veel sterker geweest dan deze cijfers suggereren; in termen van jaar-op-jaargroei in het vierde kwartaal levert 1990 een bnp-toename op van 5,3% en 1991

slechts een schamele 1,0%. In de laatste drie kwartalen ging het bnp in volume zelfs achteruit. De werkgelegenheid stagneerde vanaf april 1991, de productie in de nijverheid daalde vanaf juni 1991, de orderpositie van bedrijven in de verwerkende industrie liep terug en de detailhandelsverkoop daalden na het eerste kwartaal aanzienlijk. Slechts de ontwikkeling in de bouw was positief. In de meeste landen zou een dergelijke ontwikkeling een recessie heten, zo niet in Duitsland. "In Westdeutschland ist die Konjunktur in ein ruhiges Fahrwasser eingemündet."<sup>1</sup> De terugval van de Westduitse bedrijvigheid in de loop van het vorig jaar is vooral te wijten aan twee factoren. Allereerst is de impuls vanuit de nieuwe deelstaten geleidelijk negatief geworden. Vanaf het midden van 1990 hadden Westduitse bedrijven hun verkopen aan Oost-Duitsland zeer sterk opgevoerd. Ten dele voeden zij hiermee een inhaalvraag. In de loop van 1991 bleek de ergste honger gestild en trad er in Oost-Duitsland bovendien een gedeeltelijke verschuiving op in de vraag ten gunste van Oostduitse producten. Ten tweede werden in West-Duitsland per 1 juli vorig jaar aanzienlijke lastenverzwaringen voor de burgers doorgevoerd. Hierdoor daalde het reëel besteedbare inkomen. Per 1 juli zal deze lastenverzwaring ten dele ongedaan worden gemaakt en zal additionele lastenverlichting plaatsvinden. De consument krijgt aldus de beschikking over een circa 1% hoger beschikbaar inkomen. Bovendien stijgen de lonen. Doordat inmiddels vaststaat dat de btw per 1 januari 1993 wordt verhoogd, is er daarnaast reden om uitgaven te doen voor die datum. Vooral in het vierde kwartaal zal de groei van de consumptie daardoor versnellen, al werkt dat tevens een terugval begin

1993 in de hand. Daarnaast kan Duitsland in de tweede helft van 1992 en in 1993 wellicht profiteren van een economisch herstel in landen die conjunctuurecyclisch gezien op Duitsland voorlopen. Het economische groeitempo zal daardoor in het tweede deel van het jaar, maar vooral in het laatste kwartaal, aanzienlijk versnellen en uitstijgen boven het tempo van niet-inflatoire expansie op lange termijn.

### Inflatoire druk

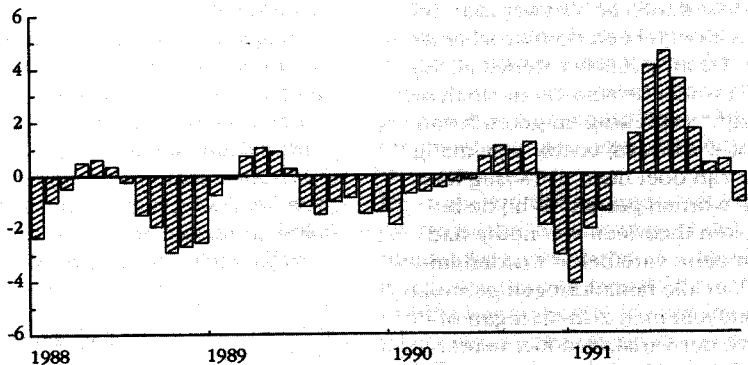
In het tweede deel van het vorig jaar steeg het Duitse inflatiecijfer (jaar-op-jaar) tot boven 4%. Ogenschijnlijk is de laatste maanden echter sprake van een meevallende ontwikkeling. Op basis daarvan wordt er wel van uitgegaan dat de inflatie verder zal teruglopen en dat dat ruimte zal creëren om het monetaire beleid later in het jaar te versoepelen. Bij deze redenering dient echter een aantal kanttekeningen te worden geplaatst.

Allereerst mag worden betwijfeld of de recente ontwikkeling van de inflatie werkelijk zo gunstig is. Het meevallende tempo van prijsstijging wordt immers in de hand gewerkt door de dalende importprijzen. In januari dit jaar lagen die een kleine 3% onder het niveau van een jaar eerder, vooral als gevolg van lagere grondstoffen- en olieprijzen. Desalniettemin blijkt sinds het voorjaar van 1991 de inflatieontwikkeling in Duitsland negatief af te steken bij die in Frankrijk (zie figuur 1). Daarnaast heeft de terugval van de bedrijvigheid weliswaar geleid tot een daling van de bezettingsgraad in de industrie, maar deze bevindt zich historisch gezien nog steeds op een hoog niveau (zie figuur 2). Indien in het tweede deel van het jaar het groeitempo van de Westduitse economie inderdaad toeneemt (tot 4 à 5% op jaarbasis) dan zal de bezettingsgraad stijgen en zullen knelpunten, en daarmee toenemend inflatiegevaar, weer snel in zicht komen. Dit klimaat leent zich, ook gelet op de recentelijk afgesloten cao in de staalsector, niet direct voor een versoepeling van het monetaire beleid.

### Geldgroei

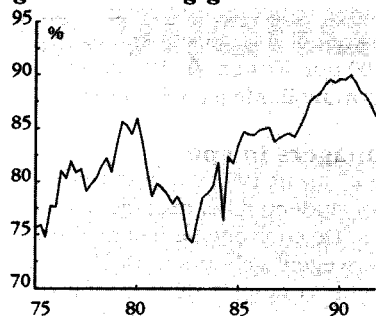
Ook de ontwikkeling van de geldgroei leidt tot twijfel omtrent de omvang van de te verwachten renteda-

**Figuur 1. Inflatieverschil Duitsland - Frankrijk (driemaands voortschrijdende gemiddelden); excl. verboging Duitse indirecte belastingen in juli 1991**



1. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, februari, blz.5

Figuur 2. Bezettingsgraad



ling. Sinds medio vorig jaar is de geldgroei aanzienlijk versneld. In januari bedroeg de expansie van M3 ten opzichte van het gemiddelde van het vierde kwartaal van 1991 op jaarbasis 9,0%, terwijl de doelzone 3,5-5,5% bedraagt. De toegenomen hoeveelheid chartaal geld in Midden-Oost-Europa wordt wel als een belangrijke oorzaak van de hoge geldgroei aangewezen. Dit is niet terecht. De chartale geldhoeveelheid bedraagt slechts circa 10% van M3. De belangrijkste oorzaak van de versnelling van de groei van M3 moet worden gezocht in het netto geldscheppende bedrijf van de banken. Vooral de groei van de bancaire kredietverlening aan de particuliere sector nam toe. Lag deze in de eerste helft van 1991 op een niveau van circa 8,5% op jaarbasis, in de tweede helft werd een tempo van ruim 12,5% bereikt. De Bundesbank schrijft deze ontwikkeling toe aan twee factoren. Allereerst wijst zij erop dat de liquiditeitspositie van bedrijven is verslechterd doordat de winsten zijn teruggelopen, hetgeen noopte tot een groter beroep op de banken. Daarnaast wijst de Bundesbank op kredietvraag uit Oost-Duitsland die samenhangt met de investerings- en privatiseringsactiviteiten. Volgens schattingen van het Deutsche Institut für Wirtschaftsfor-schung<sup>2</sup> bedroeg de geldgroei in Oost-Duitsland in het najaar van 1991 ruim 15% op jaarbasis. Er reeste dan voor het Westen op jaarbasis nog altijd ruim 8,5%. Het netto geldscheppende bedrijf van de banken is ook toegenomen doordat zij in 1991 minder lang passief (Geldkapitalbildung) hebben aangetrokken dan in 1990. Ook hiervoor wijst de Bundesbank op twee factoren. Allereerst noemt zij de komende bronbelasting. Belangrijker echter is de rentetermijnstructuur. De lage lange rente brengt binnenlandse beleggers ertoe relatief liqui-de te blijven. Zo bezien ondervindt

de Bundesbank repercussies van het succes van haar eigen beleid. Het krappe monetaire beleid leidt blijkens de inverse rentetermijnstructuur tot vertrouwen in het intomen van de inflatie. Die omgekeerde rentestructuur zet binnenlandse beleggers vervolgens aan tot liquide beleggingen, hetgeen een expansieve invloed heeft op de geldhoeveelheid M3<sup>3</sup>.

### Externe positie

Een andere factor die de Bundesbank aanzet tot voorzichtigheid is de ontwikkeling van de betalingsbalans. Vorig jaar sloeg het lopende-rekeningsaldo om van een overschot van DM 77 mrd. in 1990 in een tekort van DM 34 mrd., een verslechtering derhalve van DM 111 mrd. Het tekort in het lange kapitaalverkeer verminderde van DM 68 mrd. in 1990 tot DM 28 mrd. vorig jaar, een verbetering van slechts DM 40 mrd. Om het tekort op de lopende rekening te kunnen financieren zonder de koers van de mark in gevaarte brengen is derhalve een voorzichtig rentebeleid geboden. Daarnaast werkt ook de te verwachten stijging van de Amerikaanse (kapitaalmarkt) rente op wat langere termijn een rentedaling in Duitsland tegen.

### EMU

Een laatste factor die op de middellange termijn tot een aanhoudend krappe monetaire politiek kan leiden, is de monetaire eenwording in Europa. Recentelijk heeft de Zentralbankrat van de Bundesbank er nog eens uitdrukkelijk op gehamerd dat met de toetsingscriteria voor toelating van landen tot de derde fase van de EMU niet (door politici) de hand gelicht dient te worden<sup>4</sup>. Enerzijds is de zorg van de Bundesbank begrijpelijk, vooral aangezien zij de enige Europese centrale bank is die in de EMU werkelijk haar soevereiniteit inlevert. Anderzijds zijn de sterke bewoordingen opvallend aangezien de Duitse wensen ten aanzien van de EMU juist grotendeels zijn overgenomen. In ieder geval ligt het voor de hand dat de Bundesbank een krachtig op prijsstabiliteit gericht monetaire politiek zal voeren zolang zij daartoe nog onbelemmerd de ruimte heeft.

### Slot

De Bundesbank bevindt zich in een moeilijke situatie. De Westduitse conjunctuur is zwak en lijkt een verlaaging van de rente te kunnen gebrui-

ken. Voorlopig zijn de inflatoire risico's echter nog te groot. In de tweede helft van het jaar zal de conjunctuur wellicht verbeteren waardoor de inflatoire risico's weer kunnen toenemen. Zo wordt de hoedster van de D-mark heen en weer geslingerd op de conjuncturele golven, die in belangrijke mate worden veroorzaakt door de Duitse hereniging en het financiële overheidsbeleid. Daarnaast zijn er enkele andere redenen voor de Bundesbank om de vinger aan de pols te houden. Van een wettelijke monetaire versoepeling kan voorlopig derhalve geen sprake zijn. Een verdere verkrapping ligt overigens evenmin voor de hand, gegeven de conjuncturele zwakte en uitgaande van een tijdelijk dalende inflatie. Per saldo is de kans op daling van de korte rente het grootst in het derde kwartaal als de inflatie afneemt en de conjunctuurverbetering nog niet al te sterk is.

De Duitse kapitaalmarktrente is de laatste zes maanden aanzienlijk gedaald. Hiermee volgde de Duitse obligatiemarkt de ontwikkelingen in de Verenigde Staten en Japan en werd er, getuige de mate van inversiteit van de rentetermijnstructuur, ganticieerd op een substantiële daling van de geldmarktrente. In de komende twaalf maanden zal zich in de Verenigde Staten naar verwacht een voorzichtige stijging van de kapitaalmarktrente aftekenen, terwijl op wat langere termijn duidelijk zal worden dat het beleid van de Bundesbank krappere zal blijven dan gehoopt, mede in verband met de aantrekkende Duitse conjunctuur vanaf het midden van dit jaar. De ruimte voor een verdere daling van de kapitaalmarktrente is dan ook beperkt.

### Han de Jong

De auteur is hoofd van de Economische Afdeling Buitenland van de ABN AMRO Bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

2. Deutsches Institut für Wirtschaftsfor-schung, Geldpolitik: sind die Weichen für einen verschärften Restriktionskurs gestellt?, *Wochenbericht*, nr. 7, 1992, blz. 69 e.v.

3. Dit verschijnsel is al eerder opgetreden. Zie: W.W. Boonstra en J.L.M. de Jong, De Duitse bronbelasting en het monetaire beleid, *ESB*, 5 juli 1989, blz. 656.

4. Die Beschlüsse von Maastricht zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, februari 1992, blz. 45-54, i.h.b. blz. 53 en 54.