

Het monetaire oorlogspad van West-Duitsland nader beschouwd

In *ESB* van 14 februari betoogden Heertje en Van der Ploeg dat het monetaire beleid van de Bundesbank naast bestrijding van inflatie tot doel heeft andere Westeuropese landen op een achterstand te zetten bij het benutten van de economische mogelijkheden in Oost-Europa. De aan deze opmerkelijke conclusie ten grondslag liggende analyse heeft een aantal kritische reacties uitgelokt. In onderstaand artikel gaan de auteurs in op enkele aangevoerde punten van kritiek en pogen zij hun conclusies nader te onderbouwen in het licht van recente ontwikkelingen in Duitsland en binnen de G-7.

PROF. DR. A. HEERTJE – PROF. DR. F. VAN DER PLOEG*

Naar aanleiding van ons recente *ESB*-artikel West-Duitsland op het monetaire oorlogspad zijn nu vijf reacties gepubliceerd¹. Het is verheugend dat er zoveel discussie rond ons artikel is geweest. Hoewel wij hopen dat onze visie dat de verkrapping van het monetaire beleid in West-Duitsland geïnterpreteerd kan worden als een poging de rest van West-Europa op een achterstand in Oost-Europa te zetten serieus wordt genomen, zijn wij ons er terdege van bewust dat onze theorie enigszins speculatief is en maar een van de factoren belicht die het huidige monetaire beleid in West-Duitsland verklaren. In een theoretisch artikel speel je als econoom een spel waarbij de lezer overtuigd moet worden van het gelijk van de nieuwe theorie. In de praktijk zijn andere factoren natuurlijk ook van belang en enkele plausibele factoren willen we nu heel in het kort de revue laten passeren. Voordat we dit doen, breiden we de oorspronkelijke gedachtengang nog iets verder uit en beantwoorden we een aantal vragen van onze opposenten. Daarna wijzen we a-politieke, orthodoxe factoren in de verklaring van de verkrapping van het monetaire beleid in West-Duitsland af. Vervolgens gaan we kort in op een mogelijk nieuw tijdperk, nu er een einde gekomen schijnt te zijn aan de coördinatie van het monetaire beleid van de Groep van Zeven. We zijn van mening dat de eerste en de derde factor een rol spelen in de verklaring van het huidige beleid van de Bundesbank. Welk gewicht aan deze uiteenlopende factoren ter verklaring van het huidige beleid van de Bundesbank moet worden toegekend blijft in het ongewisse. Mede tegen de achtergrond van de recente uitspraken van Kohl en Pöhl blijven wij een relatief zwaar gewicht toekennen aan de door ons naar voren gebrachte redenering omtrent de Westduitse politiek.

als de rente in West-Europa te beschouwen, zeg r_t . Van der Wal voelde dit goed aan in zijn interessante uitbreiding van ons artikel. Het verhaal is dat, gegeven de afspraken die gemaakt zijn binnen het EMS en gegeven de hegemonie van de Bundesbank in het EMS, West-Duitsland het monetaire beleid en de rente in West-Duitsland als 'first-mover' bepaalt en dat de andere landen van het EMS de verplichting op zich nemen te zorgen dat de waarde van hun munt ten opzichte van de D-mark binnen de nauwe banden van het EMS blijft. Deze asymmetrie in het EMS betekent dus dat West-Duitsland de rente in West-Europa bepaalt en zich daardoor op de langere termijn een betere concurrentiepositie verschafft in Oost-Europa. Omdat Garretsen veronderstelde dat in ons model de Bundesbank de waarde van de D-mark ten opzichte van de overige EMS-valuta manipuleerde, heeft hij ons model verkeerd geïnterpreteerd en konden we, in tegenstelling tot wat Boonstra denkt, vrij kort zijn in de behandeling van de reactie van Garretsen.

Ons model kan dus herschreven worden als:

$$y_t = -\delta r_t + \sigma c_t \quad t = 1, 2; \quad \sigma > 0, \delta > 0 \quad (1)$$

$$c_2 = (1 - \mu)c_1 + \mu r_1 \quad 0 < \mu < 1 \quad (2)$$

De interpretatie van vergelijking (2) is, zoals Van der Wal uitlegt, belangrijk. Onze interpretatie is dat West-Duitsland door in periode 1 een krap monetair beleid te voeren, de investeringen van de rest van West-Europa in Oost-Europa afremt en daardoor de concurrentiepositie van West-Duitsland in periode 2 verbetert. Achter ons argument schuilt de gedachte dat investeringen van West-Duitsland in Oost-Europa ongevoelig of in ieder geval niet zo gevoelig zijn voor de rentestand, omdat Westduitse bedrijven momen-

Het rentewapen en Oost-Europa

Zoals we in ons naschrift stelden is ons model gebaseerd op een 'omgekeerde' J-curve en is het beter om te

* De auteurs zijn respectievelijk hoogleraar economie aan de Universiteit van Amsterdam en aan de Katholieke Universiteit Brabant.

1. Zie de reacties van H. Garretsen en M.G. Bos in *ESB* van 14 maart en die van D. van der Wal, A.E. Steenge/A.G.M. Wijering en W. Boonstra in *ESB* van 28 maart.

teel niet door de hoge stand van de rente geremd lijken. Allerlei culturele, historische en geografische redenen kunnen hiervan de oorzaak zijn. Dit is de reden dat de stelling van ons oorspronkelijke artikel een positieve waarde van μ tussen 0 en 1 vereiste. Dit is alleen het geval als investeringen in en door West-Duitsland minder gevoelig zijn voor de rentestand dan investeringen elders in West-Europa. Alleen dan kunnen we hard maken dat $r_1 > r_2(r_1 - r_2 = \sigma\mu/\theta$ waar het gewicht van inflatie in de welvaartsfunctie door θ wordt aangegeven), dat wil zeggen dat tijdens de inworteling in Oost-Europa West-Duitsland het optimaal vindt om een krappere monetaire beleid te voeren dan wanneer de strijd om de concurrentiepositie in Oost-Europa eenmaal is beslecht. Het is dus een empirische kwestie of onze theorie een verkrapting dan wel een verruiming van het huidige monetaire beleid betekent, alhoewel recente ontwikkelingen een verkrapting lijken te ondersteunen.

Alhoewel Van der Wal uitlegt dat μ positief moet zijn, schenkt hij geen aandacht aan onze conditie dat $\sigma\mu$ groter dan δ moet zijn. Alleen dan geldt dat de rente van de Bundesbank tijdens het gevecht hoger is dan het niveau dat correspondeert met gewenste inflatie (r_1 groter dan \bar{r}). Tijdens het gevecht probeert West-Duitsland een lagere inflatie dan de gewenste inflatie te bewerkstelligen, maar buiten deze periode laat West-Duitsland meer dan de gewenste inflatie toe om zo de werkgelegenheid te stimuleren.

Het is wellicht nuttig om nader in te gaan op de technische ontwikkelingen en in het bijzonder de toepassingen. Het lijkt ons niet uitgesloten dat de Westduitse economie een relatieve voorsprong heeft op Westeuropese landen, in die zin dat investeringsprojecten door het toepassen van geavanceerde technieken een hoger rendement hebben. Dit betekent dan dat bij een verhoging van de rente in andere landen eerder projecten afvallen wegens tekortschietende winstgevendheid dan in West-Duitsland. Als dat zo is gaat het dus niet alleen om de rentegevoeligheid van de investeringen van West-Duitsland in absolute zin, maar ook in de relatieve zin van rente versus rendement. Anders gezegd, West-Duitsland blijft bij een hoge rente nog behoorlijk groeien, terwijl andere landen dan al op de grond liggen. (Overigens denken we dat dit ook voor Amerika geldt, want daar is immers ondanks een relatief hoge rente lange tijd hoge groei geweest).

Antwoord aan de opposanten

Met de beschouwing van Van der Wal over de risicopremie hebben we meer moeite, omdat we liever een endogene verklaring van deze risicopremie zien. Bovendien gaat zijn analyse niet op als zijn vgl. (4) door de meer realistische vergelijking

$$r_t^{EG} = r_t^{WD} + RP_t$$

waar RP_t de risicopremie voorstelt, wordt vervangen.

Steenge en Wijering stellen ook dat het model in ons ESB-artikel een wezenlijk andere interpretatie heeft dan het model van Van der Ploeg in het artikel *The political economy of overvaluation* in de *Economic Journal*. We dachten dat we dit al in ons artikel en in ons naschrift hadden uitgelegd, maar voor alle duidelijkheid: het gaat nu om een 'omgekeerde' J-curve waar de lengte van de eerste periode nu niet een of twee jaar maar eerder vijf à zes jaar behelst. Steenge en Wijering betwijfelen ook dat er a priori een positieve samenhang tussen e_1 en c_2 bestaat. De reden is dat we denken dat investeringen van West-Duitsland in Oost-Europa minder gevoelig voor de rentestand zijn dan investeringen elders, wat ook nader aangestipt is door Van der Wal. Ze vragen zich ook af waarom er een verband zou moeten zijn tussen de wisselkoers met Oost-

Europa (e_1) en de vraag naar Westduitse goederen (y_1), waarschijnlijk is dit niet het geval omdat deze valutamarkten nog niet goed ontwikkeld zijn. Dit lijkt ons alleszins redelijk, maar als e_1 wordt opgevat als de rentestand (r_1) dan zal er wel degelijk een verband zijn met de vraag naar Westduitse goederen. Daarom lijkt het ons niet redelijk om $\delta = \mu = 0$ te veronderstellen. Dit wil overigens nog niet zeggen dat de uitspraak dat de Duitsers maar hoeven af te wachten totdat Oost-Europa hen in de schoot komt vallen, ongelukkig zou zijn. Interessanter vinden wij de opmerkingen van Steenge en Wijering dat West-Duitsland blijkbaar al geruime tijd bezig is een goede concurrentiepositie op te bouwen in de DDR, gedeeltelijk gaat dit Duits-Duitse handelsverkeer ten koste van de EG. De 'swing', een renteloos krediet voor de aanleg van infrastructuur, is een voorbeeld van Westduitse investeringen in de DDR. Steenge en Wijering concluderen: "de Duitsers zijn steeds bereid geweest veel te betalen voor invloed in de DDR en in de rest van Oost-Europa. Als dat ook kosten voor de andere lidstaten met zich meebrengt, is dat simpelweg jammer". In dit kader lijkt onze stelling dat de Duitse rentestand wel eens gebruikt kan worden om de rest van de EG op een achterstand te zetten in Oost-Europa niet zo ver gezocht.

Over de reactie van Boonstra kunnen wij vrij kort zijn. Onze analyse berust niet op een anti-Duits vooroordeel en evenmin op een slecht gefundeerd model of logische inconsistenties. Recente waarnemingen van het Westduitse economisch-politieke toneel kunnen tenminste tot op zekere hoogte aan de hand van onze beschouwing worden verklaard, hetgeen niet uitsluit dat daarnaast ook andere factoren een rol spelen. Overigens is dit een bekend verschijnsel in de economie en econometristen hebben er zelfs een naam voor: 'observational equivalence'.

Bos stelt terecht dat het interessant zou zijn om de optimale reactie van de Oost-Europeanen op zo'n strategie na te gaan. Ook is het interessant om te bezien wat de beste reactie van de overige EMS-landen op een dergelijk beleid van de Bundesbank zou zijn. We hopen dat wij of anderen in de toekomst aandacht aan deze speltheoretische aspecten zullen schenken. De vele kanttekeningen die Bos maakt bij ons artikel zijn in dit opzicht nuttige bouwstenen voor het uitbreiden van ons model.

In dit verband kan worden gedacht aan een gecoördineerde monetaire politiek van de andere Westeuropese landen. Deze kunnen dreigen niet onder alle omstandigheden het Westduitse beleid te volgen. Deze dreigstrategie is vruchtbaarder naarmate deze landen intern beter orde op zaken hebben gesteld. Als minister Kok van Financiën kans ziet het financieringstekort binnen de perken te houden zonder de kwaliteit en de omvang van de economische groei aan te tasten, wordt een bijdrage tot een relatief sterke positie van de gulden geleverd. Daaraan kan Duisenberg de ruimte ontleneren een iets onafhankelijker rentebeleid te voeren. De suggestie kan worden gedaan de salarissen van de ambtenaren voortaan te koppelen aan de ontwikkeling van de eigen produktiviteit, in plaats van aan die van de private sector. Hoe harder de gulden, hoe minder noodzaak het rentebeleid van de Bundesbank te volgen.

Ook van de Europese Commissie in Brussel mag worden verwacht dat jegens West-Duitsland tegenspel wordt geleverd. Belangrijke stappen daartoe zijn de deelneming van het Verenigd Koninkrijk aan de EMS en de voltooiing van een economische en monetaire unie in Europa².

2. Zie Commissie-Delors, *Report on economic and monetary union in the European Community*, Commissie onder voorzitterschap van Jacques Delors voor de studie van economische en monetaire unie, 1989, en F. van der Ploeg, *Macroeconomic policy coordination during the various phases of economic and monetary integration in Europe*, in: *The economics of EMU*, Commission of the European Communities, Brussel, 1990 voor een overzicht.

Hereniging en het gevaar van inflatie

Garretsen beëindigt zijn reactie met: "De Bundesbank is slechts bezig met een poging om in een zich radicaal wijzigend politiek en economisch landschap de aloude doelstelling van prijsstabiliteit te realiseren". Zoals Bos terecht constateert, heeft de regering onder Kohl twijfel doen ontstaan aan een "solide, niet-inflatoire wijze van financiering van de vereniging van de beide Duitslanden". Kohl heeft voor de verkiezingen in de DDR beloofd dat alle Oostduitse spaartegoeden tegen een koers van één Ostmark voor één D-mark ingewisseld konden worden. Geen wonder dat de christen-democraten een grote overwinning op de sociaal-democraten in de DDR behaalden. Men verwachtte immers dat de spaartegoeden plotsklaps veel waard zouden zijn en men zich tegoed zou kunnen doen aan Westduitse consumptiegoederen. Deze toekomstige verwachte monetaire expansie zou, onder de veronderstelling van rationale verwachtingen en onder de monetaire theorie van de betalingsbalans, moeten leiden tot een depreciatie van de waarde van de D-mark met alle onplezierige gevolgen voor de inflatie die daar bijkomen. Uit dit oogpunt bezien had een verkrapping van het monetaire beleid kunnen worden verklaard als een poging de inflatie te temmen voordat dit spook echt opdoemt. Dit standpunt is echter moeilijk te verdedigen omdat er eerder dit jaar veeleer sprake was van een opwaartse dan een neerwaartse druk op de D-mark, waarschijnlijk vanwege de euforie rond het ontmantelen van de Berlijnse Muur. De D-mark is bij voorbeeld flink gestegen ten opzichte van de dollar en het Britse pond. Dit betekent dat de verkrapping van het monetaire beleid niet kan worden verklaard uit een poging de waarde van de D-mark te verdedigen of de inflatie te bestrijden.

Na de verkiezingen in de DDR werd het plotseling bekend dat spaartegoeden omgerekend zullen worden tegen een koers van twee Ostmarken per één D-mark. Over politieke spelletjes of 'time inconsistency' gesproken! Of zoals Bos het stelt: "De Bundesbank en de Bondsregering zijn verwickeld in een ragfijn monetair-tactisch spel dat moet leiden tot de glorieuze verheffing van Kohl tot Duitse kanselier". Dit is een kwalijke manier om stemmen te winnen in zulke belangrijke tijden, maar relevanter voor de toetsing van de theorie in ons *ESB*-artikel is dat er nu veel minder inflatoire druk zal zijn in West-Duitsland. Bovendien zorgt de aanhoudende stroom van Oost Duitsers naar West-Duitsland er wel voor dat lonen en inflatie niet de pan uit zullen rijzen. Tegen deze achtergrond is het moeilijk vol te houden dat de renteverhogingen bij onze burens de bedoeling hebben om een mogelijk gevaar voor inflatie te onderdrukken. Dit betekent dat onze theorie een hoger realiteitsgehalte krijgt.

Falen monetaire beleidscoördinatie G-7

De bijeenkomst van de Groep van Zeven op 7 april in Parijs leverde geen harde afspraken op over de internationale coördinatie van het mondiale monetaire beleid. De New York Plaza-top en het Louvre-akkoord lijken wel erg ver terug in het verleden. Het terugkeren naar een situatie waarbij de grote OESO-landen niet meer of minder samenwerken op monetair gebied is wellicht te wijten aan het feit dat een aantal landen te kampen heeft met ernstige binnenlandse problemen en dus minder aandacht geeft aan internationale problemen. Denk aan West-Duitsland waar men opgaat in de perikelen rond de hereniging of aan Japan waar men alle aandacht moet geven aan de inzinking van de beurs in Tokio en waar men kampt met een

vertrouwenscrisis in het overheidsapparaat. Tegelijkertijd is er sprake van enige opleving van inflatie in de westerse wereld. Het probleem is dat, wanneer de grote OESO-landen niet samenwerken op monetair gebied, er het gevaar van een 'prisoner's dilemma' bestaat³.

Elk land probeert door middel van een krap monetair beleid en een hoge rente de waarde van zijn munt te doen stijgen. Zulke pogingen hebben ten doel de invoerprijzen en dus de inflatie te verlagen, maar in feite komt het neer op een egoïstische poging om inflatie te exporteren naar de overige OESO-landen. Omdat alle landen een dergelijk beleid voeren en het onmogelijk is dat alle landen tegelijkertijd de waarde van hun munt zien stijgen, is de inflatie niet veel minder terwijl de rente veel hoger is en dus investeringen en de groei in de werkgelegenheid veel lager. Dit is wat bedoeld wordt met 'beggar-thy-neighbour' pogingen om de munt in waarde te doen stijgen. Het doel van de topontmoetingen is zulke zinloze pogingen de inflatie af te wentelen te voorkomen en een evenwichtig monetair beleid voor het gehele OESO-gebied te bewerkstelligen.

Besluit

Onze conclusie is dan ook dat de hoge rente in West-Duitsland en in de rest van West-Europa te wijten is aan het falen van een succesvolle mondiale coördinatie van het monetaire beleid, waarbij het argument dat door de Bundesbank de hoge rente ook gebruikt wordt om de rest van het EMS, bewust of onbewust, op een achterstand in Oost-Europa te zetten, een belangrijke rol speelt in de huidige verkrapping van het beleid van de Bundesbank. In ieder geval twijfelen we aan de onafhankelijkheid en de autonomie van de Bundesbank, welke voor jaren als het anker voor prijsstabiliteit in de EMS fungeerde. Er is zelfs reden om aan te nemen dat de teleurstellende uitkomst van de recente bijeenkomst van de G-7 in Parijs West-Duitsland goed uitkomt. Omdat een hoge rente West-Duitsland van pas komt in het bemachtigen van een hoog marktaandeel in Oost-Europa, zal West-Duitsland niet veel enthousiasme kunnen opbrengen voor een mondiaal, gecoördineerd monetair beleid. Het gevolg van het Duitse streven naar 'agressieve' economisch-politieke doelen is dat zij pogingen tot internationale monetaire samenwerking frusteren en blokkeren, terwijl andere landen van de Groep van Zeven en het EMS geen kans zien een effectief tegenspel te leveren. Per saldo ontstaat onzekerheid op de financiële markten, hetgeen nog eens extra rente-verhogend werkt.

A. Heertje
F. van der Ploeg

3. Zie F. van der Ploeg, op. cit.