

Financiële markten

Het vertrek van Pöhl

Het aangekondigde aftreden van Karl Otto Pöhl als president van de Deutsche Bundesbank heeft op de internationale financiële markten niet de commotie veroorzaakt die bij de eerste geruchten wel werd gevreesd. De rente liep slechts enkele basispunten op en de koers van de DM herstelde zich zelfs enigszins ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De markten hadden het nieuws al verwerkt. Volgens sommigen geeft dit aan hoezeer de scheidende Bundesbankpresident steeds in staat is geweest de financiële markten aan te voelen en te bespelen. Zelfs het nieuws rond zijn vertrek lijkt perfect georchestreerd. De markten hebben door de aanzwellende geruchtestroom ruim de tijd gekregen zich te bezinnen op de gevolgen van de beslissing. Anderen concluderen dat het vertrouwen in het beleid van de Duitse centrale bank toch kennelijk niet in de eerste plaats gekoppeld is aan de persoon van Pöhl. Zo is het stabiliteitsbeleid al sinds de oorlog kenmerkend voor het Duitse monetair beleid, terwijl de door Pöhl zo benadrukte politieke onafhankelijkheid van de Bundesbank in de Bankwet is vastgelegd.

Waarschijnlijk zijn de laatste argumenten het meest steekhoudend. Ook na oktober is geen verandering van het Bundesbankbeleid te verwachten, zeker niet wanneer Schlesinger het roer nog enige tijd in handen zal krijgen voordat hij de pensioengerechte leeftijd bereikt. Deze staat bekend als een havik en liet recentelijk horen dat de Bundesbank indien nodig niet zal aarzelen nogmaals de tarieven te verhogen, om de markten te laten weten dat de overwinning van de politiek over een verstandig monetair beleid slechts een eenmalige escapade is geweest.

Toch wordt met Pöhls vertrek een markante periode in het Duitse monetair beleid afgesloten. Vooral het contrast van zijn beleid met de daaraan voorafgaande jaren is scherp. Tij-

dens zijn ambtsperiode bedroeg de Duitse inflatie maar 2,5% gemiddeld per jaar (tegenover gemiddeld 5% in de jaren zeventig), in de tweede helft van de jaren tachtig zelfs slechts 1,5%.

Bovendien groeide in de afgelopen elf jaar de toch al sterke DM uit tot de Europese sleutelvaluta, het stabiliteitsanker van het Europese Monetair Stelsel dat in 1979 werd opgericht door zeven van de toenmalige EG-landen. Afgezien van de Japanse yen hoefde de DM alleen ten opzichte van de Amerikaanse dollar aanvaardbaar nog fors terrein prijs te geven. De jaren tachtig vormden zonder enige twijfel het decennium van de DM. Dat lijkt hoe dan ook ten einde. Op korte termijn bedreigen loonstijgingen, belastingverhogingen en een duurdere dollar de prijsstabiliteit, terwijl bij een verdwenen overschot op de lopende rekening alleen een hoge rente de DM lijkt te kunnen steunen. Volgens sommigen zou de Franse frank nog voor het einde van dit jaar sterker kunnen zijn dan de mark bij lagere korte tarieven in Frankrijk en vooral, voor het eerst sinds twintig jaar, een lagere inflatie. Op langere termijn is het beeld nog vreemdsoortiger: aan het einde van de jaren negentig bestaat de DM wellicht niet eens meer, maar is opgegaan in een Europese munteenheid. Met het vertrek van Pöhl, zij het niet vanwege zijn vertrek, lijken de gloriejaren van de DM voorbij.

Krap-geldbeleid

Pöhl trad aan in een periode waarin na de grote problemen van de jaren zeventig wereldwijd het monetarisme de meer Keynesiaanse beleidsopvattingen verdrong en de beheersing van de geldhoeveelheid meer nog dan tevoren een speerpunt werd van het anti-inflatiebeleid (de Bundesbank hanteerde voor het eerst een geldgroei-doelstelling in 1974 (8%)). In eerste instantie werd in de meeste landen nog met een relatief soepel monetair beleid gereageerd op de tweede oliecrisis in 1979. Dat moest echter bekocht worden met een hoge inflatie en een in reactie daarop scherpe verkrapping van het monetair beleid en een internationale recessie. Pöhl leidde, na zijn aantreden in 1980, de omslag naar het krappe beleid in Duitsland, hetgeen hem onmiddellijk in aanvaring bracht met zijn partijgenoot Bondskanselier Schmidt over de omvangrijke overheidstekorten. Van toen af aan is het Bundesbankbeleid in feite restrictief geble-

ven, afgezien van de versoepeling van het beleid in 1982 en die in 1987. De reële (korte) rente was sindsdien gemiddeld 4,5 tot 5% (tegenover 0,5 tot 1% in de jaren zeventig). De doelzone van de geldgroei werd teruggebracht van 6-9% in 1979 (bij een reële bnp-groei van 3,5%) tot 4-6% in 1990 bnp 4,6%).

Het Duitse rentebeleid werd internationaal nog eens bekrachtigd in de Plaza- en Louvre-akkoorden (1985 en 1987), waarin eerst werd aangestuurd op een daling van de dollar/DM-koers en vervolgens op stabilisatie. Pöhls persoonlijke bijdrage aan deze onderhandelingen met collega en vriend Paul Volcker is onmiskenbaar geweest. Toch pasten de afspraken ook keurig in het 'duur-geld-beleid' van de Deutsche Bundesbank, dat voor de binnenlandse situatie noodzakelijk werd geacht. De sterke DM had een drukkend effect op het binnenlandse prijspeil, terwijl de lagere invoerprijzen bovendien het Duitse bedrijfsleven in de gelegenheid stelden de winstpositie te verbeteren. Exporteurs hadden voldoende ruimte en bovendien voldoende kwaliteit in huis om concurrerend te blijven. In eerste instantie begeleidde de hoge reële rente bovendien de grote herstructureringsoperaties in het bedrijfsleven. Anderzijds kon de rente hoog blijven, omdat het bedrijfsleven met de schrik van de jaren zeventig en die van de recessie van 1981/82 nog in de benen de verbeterde winstposities gebruikte voor versterking van de eigen financiële middelen.

Prioriteit voor de binnenlandse situatie bracht Pöhl overigens al kort na het Louvre-akkoord in conflict met de Amerikanen over de verhoging van de Duitse tarieven bij de eerste tekenen van een oplopende inflatie. Het conflict was zoals bekend waarschijnlijk een van de oorzaken van de beursval in oktober 1987. Op de DM/dollarkoers had een en ander overigens maar weinig effect meer, en pas de recessie in de VS in 1990 en 1991 zou de dollar naar naoorlogse dieptepunten doen dalen.

Duitse eenwording

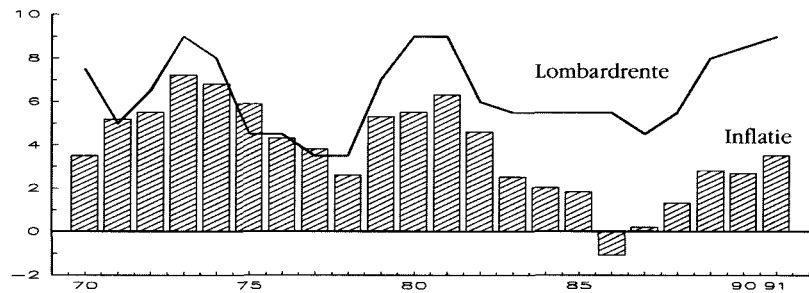
Een regelrechte bedreiging voor de DM en de prijsstabiliteit in Duitsland ontstond begin 1990 toen Bondskanselier Kohl in hoog tempo besloot tot de totstandkoming van de Duitse economische en monetair eenie, zonder daarin de Bundesbank te kennen. Een dergelijke gang van za-

ken stond haaks op het hele beleid van de afgelopen tien jaar. Pöhl voelde zich niet alleen miskend, hij had ook zwaarwegende inhoudelijke bezwaren tegen de snelle invoering van de DM in de DDR. Ook in de discussie in de daaropvolgende maanden over de gewenste omwisselkoers van de Oostduitse mark stond hij lijnrecht tegenover de regering in Bonn.

Zijn economische bezwaren waren overigens achteraf slechts ten dele terecht. Inderdaad blijven de kosten van de eenwording oplopen, waardoor het Duitse overheidstekort in 1991 boven de 5% gaat uitkomen, terwijl de Duitse staatsschuld is gestegen tot ruim boven de DM 1.000 miljard. Bondskanselier Kohl heeft zijn verkiezingsbeloften moeten inslikken en belastingmaatregelen aangekondigd om verdere groei van het tekort te beperken. Daarnaast zijn ook de gevolgen voor de DDR in eerste instantie desastreus geweest. De vroege invoering van de DM heeft hieraan ongetwijfeld bijgedragen doordat het hervormingsproces volledig omgekeerd is.

Anderzijds was Pöhls kritiek niet geheel terecht. Er was begin 1990 geen enkel ander goed alternatief voorhanden. De sterke migratie vanuit Oost-Duitsland zou sowieso tot een ineenstorting van de economie daar hebben geleid, terwijl ook in West-Duitsland grote problemen zouden zijn ontstaan. De scherpe productieuitval in de nieuwe deelstaten is vooral veroorzaakt doordat de Oost Duitsers een sterke voorkeur aan de dag hebben gelegd voor westerse goederen terwijl de lonen te snel stegen om de eigen industrie concurrerend te houden dan wel te maken. Overigens heeft de Bundesbank zelf ook een fout gemaakt bij het tot stand brengen van de DEMU doordat de in verband daarmee doorgevoerde vergroting van de geldhoeveelheid per 1 juli 1990 veel te omvangrijk blijkt te zijn geweest (naar schatting zo'n 3 tot 5% te hoog). Kennelijk heeft men zich in Frankfurt verkeken op de snelheid waarmee de Oostduitse productie zou instorten. Nu mikt men op een geldgroei onderin de doelzone van 4 tot 6%. De precieze vaststelling van de groei zal overigens nog enige tijd een probleem blijven. Zo is er nog weinig bekend over de omloopsnelheid van het geld in de vijf nieuwe deelstaten. En de geldgroei zelf maakt vreemde schommelingen door. In januari bij voorbeeld von-

Figuur. Inflatie en rente-ontwikkeling in de Bondsrepubliek Duitsland, 1970-1991



den grote omzettingen plaats van kort naar lang papier waardoor de geldgroei plotseling heel laag uitkwam. Het kan nog wel een jaar duren voordat de Bundesbank de zaak weer volledig onder controle heeft. Het kwaad kan dan natuurlijk al geschied zijn. Al voor dit jaar wordt de inflatie zelfs door de grootste optimisten op 3,5% geschat, bij stijgingen van de loonkosten per eenheid produkt met mogelijk zo'n 4% en een extra inflatoire druk door de belastingmaatregelen van een vol procentpunt. Dat zou dan ook volgend jaar de binnenlandse bestedingen wel eens fors onder druk kunnen gaan zetten (matige reële inkomensstijgingen en lagere investeringsneiging bij een matige winstontwikkeling), terwijl de consumptieve bestedingen vanuit de DDR ook zullen afnemen bij een herstel van de economie daar. Een ander belangrijk conflict dat samenhangt met de Duitse eenwording betreft de samenstelling van de 'Zentralbankrat'. Volgens velen heeft met name dit conflict sterk aan Pöhls beslissing tot aftreden bijgedragen. De scheidende centrale-bankpresident was sterk gekant tegen de uitbreiding van het aantal leden van de raad die de deelstaten vertegenwoordigen van 11 naar 16. In plaats daarvan wilde hij terug naar acht, verwijzend naar het systeem in de VS, waar evenmin iedere staat is vertegenwoordigd.

EMU

Misschien is Pöhls persoonlijke verdienste nog het meest merkbaar geweest bij ontwikkelingen die vrij onopgemerkt voortsnelen, namelijk die in het kader van de totstandkoming van de EMU. Zijn waarschuwingen tegen een te snel Europees verenigingsproces zijn uiteindelijk in de Europese hoofdsteden ter harte genomen en inmiddels is de totstandkoming van een monetaire unie van slechts vijf van de huidige EMS-lan-

den (het Europa van de twee snelheden) als een voorlopig stap een reële mogelijkheid geworden. Ook in institutioneel kader is zijn stem van doorslaggevend belang geweest. Het voorlopige statuut van de nieuw op te richten Europese 'centrale bank' is voor het grootste deel een kopie van de Bundesbankgesetz. Ironisch genoeg hebben juist de vorming van de DEMU en het krappe Duitse monetaire beleid sindsdien tot een versnelling geleid van de economische en monetaire convergentie binnen Europa. Zo zijn de verschillen in inflatie tussen bij voorbeeld Duitsland en Frankrijk sterk afgenomen. Terwijl in de meeste Europese landen ruimte is ontstaan voor opeenvolgende rentedalingen, dreigen in Duitsland zowel korte als lange rente eerder nog te stijgen. De ironie is ook voor Pöhl waarschijnlijk een bittere pil. Met een zwakkere DM, een stijgende inflatie en groeiende overheidstekorten ontvallen de Bundesbank natuurlijk de argumenten die zij in vroeger jaren met verve gebruikte tegen de 'Euro-euforisten' en tegen de minder op stabiliteit gerichte Europese landen, waaronder met name Italië. Het tijdperk van de DM lijkt inderdaad voorbij. Maar de conclusie dat Pöhl dus kennelijk een zinkend schip zou hebben willen verlaten doet zowel zijn persoon als het Duitse beleid tekort. Ongetwijfeld groeit de Duitse economie over enkele jaren opnieuw uit tot de sterkste van Europa, met of zonder de Duitse mark. In beide gevallen is Pöhls bijdrage onmiskenbaar geweest.

Eric Buckens

De auteur is medewerker van het Economisch Bureau Buitenland van de ABN AMRO bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.