

West-Duitsland op het monetaire oorlogspad (I)

Rubrieken

In een recent *ESB*-artikel met de intrigerende titel "West-Duitsland op het monetaire oorlogspad", betogen prof. Heertje en prof. Van der Ploeg (hierna HP) dat het monetaire beleid van de Bundesbank niet alleen is gericht op het voorkomen van inflatie, maar dat het Duitse monetaire beleid ook tot doel heeft door reële appreciatie van de D-mark de overige EMS-landen af te houden van investeringen in Oost-Europa. Doordat West-Duitsland geacht wordt een relatief betere concurrentiepositie te hebben op de Oosteuropese markt, zal de appreciatie op de lange termijn gunstig zijn voor de Duitse economie. Investeerders uit de overige Westeuropese landen worden als het ware van de Oosteuropese markt verdrongen door hun Westduitse concurrenten. In de visie van HP is het Duitse monetaire beleid aldus een middel om een economische machtspositie in Oost-Europa op te bouwen. Naar mijn mening wordt de hypothese dat het Duitse monetaire beleid om strategische overwegingen is gericht op het appreciëren van de D-mark, onvoldoende onderbouwd. Mijn opmerkingen hebben betrekking op vier punten, te weten: de koppeling van de analyse aan het 'political business cycle model' van Van der Ploeg, de feitelijke ontwikkeling van de wisselkoersen binnen het EMS, de uitwerking van de hypothese en ten slotte de beleidsconclusies. Niet alleen ben ik van mening dat de bovengenoemde hypothese niet overtuigend wordt onderbouwd, maar tevens dat de hypothese met evenveel recht ook kan worden omgedraaid, in die zin dat het Duitse monetaire beleid leidt tot betere investeringsmogelijkheden voor de rest van West-Europa in Oost-Europa.

In het aan het *ESB*-verhaal ten grondslag liggende model van Van der Ploeg wordt het J-curve-effect gebruikt om te laten zien dat de zittende regering er voordeel bij kan hebben om vlak voor de verkiezingen over te gaan tot (nominale) appreciatie van de wisselkoers¹. Het optreden van het J-curve-effect impliceert dan dat de appreciatie op korte termijn (dus nog voor de verkiezingen) resulteert in een stimulering van de geaggregeerde vraag en de werkgelegenheid en dat op lange termijn (na de verkiezingen) de verslechterde concu-

rentiepositie leidt tot een afname van de vraag en de werkgelegenheid. De vergelijkingen 1 t/m 4 uit het *ESB*-verhaal zijn af te leiden uit het artikel in *The Economic Journal*. Echter de betekenis van een verandering in de wisselkoersvariabele e , is in het *ESB*-verhaal gewijzigd². In het *ESB*-verhaal betekent een stijging (daling) van e een reële appreciatie (depreciatie) terwijl in het oorspronkelijke model een stijging (daling) van e een nominale depreciatie (appreciatie) inhoudt. Deze amendering is noodzakelijk omdat anders een reële appreciatie van de D-mark juist volgens het J-curve-effect, zoals gedefinieerd in het oorspronkelijke artikel van Van der Ploeg, tot een stijging van de vraag naar Duitse goederen in de eerste periode leidt en de Duitsers in de tweede periode niet 'de vruchten plukken' van dit beleid, maar juist op de blaren zitten doordat de Duitse werkgelegenheid en productie niet toe- maar afnemen. Volgens het J-curve-effect wordt aldus door het Duitse appreciatiebeleid op lange termijn niet de economische machtspositie van de Bondsrepubliek versterkt maar juist die van de overige Westeuropese landen. Door nu de betekenis van een verandering in e om te draaien werkt een appreciatie in het *ESB*-verhaal als een depreciatie in het oorspronkelijke model met het normale J-curve-effect. In het artikel van HP ligt het omgekeerde J-curve-effect aldus per definitie opgesloten maar wordt als zodanig niet onderbouwd. Het feit dat West-Duitsland een relatief gunstige concurrentiepositie wordt toegedicht op de Oosteuropese markt zegt op zich niets over de werking van het J-curve-effect. Een en ander betekent bovendien dat daar waar het betoog van HP wordt onderbouwd met een feitelijke verwijzing naar het oorspronkelijke model verkeerde conclusies worden getrokken. Zo is de stelling dat de Duitsers de monetaire teugels laten vieren nadat de investeringen in Oost-Europa zijn veiliggesteld, niet te onderbouwen met het citaat bovenaan blz. 149. Een "investment in competitiveness" is in het *ESB*-model geen depreciatie, zoals in het *ESB*-stuk wordt gesteld, maar een appreciatie. Het lijkt mij dat als de betekenis van een verandering in e wordt omgedraaid dit consequent in de analyse moet worden doorgevoerd.

De feitelijke onderbouwing van de stelling, dat de Duitsers "te pas en te onpas" (blz. 148) het rentewapen hanteren en dat dientengevolge de D-mark is overgewaardeerd, ontbreekt. Bovendien is deze suggestie in tegenspraak met de feiten. In de afgelopen jaren is de D-mark ten opzichte van de overige EMS-valuta's reëel gedeprimeerd³. Alleen Nederland wist een reële depreciatie ten opzichte van de D-mark te bewerkstelligen.

In termen van het gepresenteerde model van HP zou dit betekenen dat de Duitse monetaire autoriteiten niet op oorlogspad zijn, maar dat de Bundesbank al sinds enige tijd de vredespijp rookt. Immers, een reële depreciatie van de D-mark leidt er in het model van HP toe dat op korte termijn de investeringen in de BRD en ook in de rest van West-Europa worden gestimuleerd en dat op lange termijn deze reële depreciatie van de D-mark ten koste gaat van de Duitse productie⁴. Ten slotte blijkt uit het omvangrijke overschot op de lopende rekening van West-Duitsland dat de D-mark niet is overgewaardeerd.

De uitwerking van de hypothese dat het Duitse monetaire beleid (mede) wordt bepaald door economische machtsverwegingen, geschiedt met behulp van het op blz. 148-149 behandelde model. Essentieel is de veronderstelling dat de reële wisselkoers van de D-mark een voor de Bundesbank beheersbare grootte is. Over de reële waarde van de D-mark stellen HP dat

1. F. van der Ploeg, The political economy of overvaluation, *The Economic Journal*, jg. 99, 1989, blz. 850-856.

2. Met nadruk moet worden vermeld dat ik veronderstel dat de in het *ESB*-artikel gegeven definitie van e , prijs van Duitse goederen in termen van goederen uit de rest van Oost-Europa, op een verschrijving berust en dat wordt bedoeld de prijs van Duitse goederen in termen van goederen uit de rest van West-Europa.

3. Dit geldt ook voor de ontwikkeling van de reële wisselkoers van de D-mark ten opzichte van de overige EG-valuta's. Ook hier is sprake van een reële depreciatie van de D-mark.

4. In de standaardbenadering impliceert een reële depreciatie uiteindelijk een concurrentievoordeel en niet zoals in het *ESB*-artikel een verslechtering van de concurrentiepositie. Dit komt wederom omdat in het model van HP de gebruikelijke korte- en lange-termijneffecten van een appreciatie en een depreciatie zijn omgedraaid.

"de Bundesbank direct de waarde van de D-mark ten opzichte van de andere valuta kan manipuleren" (blz. 149). De Bundesbank verhoogt de rente en drijft hiermee de reële waarde van de D-mark op. De overige EMS-landen reageren vervolgens ook met renteverhogingen maar door de reële appreciatie van de D-mark zijn, in de terminologie van HP, de investeringen in Oost-Europa al in Duitse handen gespeeld. Naar mijn mening worden hier oorzaak en gevolg omgedraaid. Als de Duitsers de rente verhogen laat de praktijk van het EMS zien dat de overige EMS-landen ogenblikkelijk ook hun rente aanpassen. Of de reële wisselkoersen zich wijzigen is niet op voorhand duidelijk. Het is zeer wel mogelijk dat de reële wisselkoers niet significant verandert en dat daardoor de Duitse renteverhoging de investeringsbeslissing niet in een voor de BRD voordelige zin beïnvloedt⁵. De reële wisselkoers is met andere woorden bij uitstek een endogene grootheid. Het door HP aan de Duitsers toegedachte agressieve appreciatiebeleid lijkt juist binnen een stelsel als het EMS niet erg zinvol. Overigens concludeert Van der Ploeg dit in het vorig jaar verschenen WRR-rapport over de Europese monetaire integratie zelf ook. "The European Monetary System may be preferable to a clean float as it avoids competitive appreciations"⁶. Als de reële wisselkoers niet verandert, gebeurt er echter in termen van een verandering van de concurrentiepositie op de Oosteuropese markten ook niets in het *ESB*-model. De introductie van het begrip 'first-mover'-voordeel zou moeten verklaren waarom de BRD in periode 1 eigenhandig het niveau van de reële wisselkoers kan vaststellen. Dit begrip is enerzijds in tegenspraak met de praktijk waarin renteaanpassingen direct via de financiële markten doorwerken en anderzijds wordt door de introductie van dit idee het probleem omzeild dat de BRD bij het vaststellen van haar waarden voor e_1 (de waarde van de reële wisselkoers in de periode dat de investeringsbeslissing wordt genomen) en e_2 (de waarde van de reële wisselkoers in de periode dat de investeringen vastliggen en de vraag naar goederen daadwerkelijk wordt uitgeoefend) rekening moet houden met de reactie van de andere EMS-landen. De BRD heeft als het ware de vrije hand in het bepalen van e en daarmee van de investeringen. De auteurs doen voorkomen alsof de recente verhogingen door de Bundesbank van de (korte) rente de kurk is waarop de economische expansie van de BRD in hun analyse drijft. Het is echter in het model niet de verhoging van de rente die de investeringen van de BRD in Oost-Europa doet toenemen maar de reële appreciatie van de D-mark. Dat de Bundesbank over een rente-instrument beschikt is duidelijk, maar

daarmee is nog niet gezegd dat de reële wisselkoers een voor de Duitse monetaire autoriteiten te beheersen variabele is. Deze constatering (gecombineerd met de bovenstaande opmerkingen over het karakter van het omgekeerde J-curve-effect en met de idee dat een relatief concurrentievoordeel nog niet impliceert dat Duitsland in periode 1 vrij spel heeft) leidt tot de conclusie dat het gepresenteerde model naar mijn mening geen afdoende theoretische onderbouwing biedt voor de hypothese dat de Duitsers het monetaire beleid ook inzetten uit handelspolitieke overwegingen. Bovendien, als er daadwerkelijk mogelijkheden zijn voor een strategisch handelsbeleid, bij voorbeeld als gevolg van schaalvoordelen, dan kan de BRD een veel eenvoudiger politiek voeren door middel van belasting- en subsidiefaciliteiten. Om het veronderstelde concurrentievoordeel in Oost-Europa uit te buiten, is een agressief appreciatiebeleid niet noodzakelijk. De wens lijkt hier al te zeer de vader van de gedachte.

Gegeven de analyse van HP komt de vraag op wat de overige EMS-landen kunnen doen om "het machtsspel van de Bundesbank" (blz. 150) te doorbreken. Naar de mening van HP moeten de overige EMS-landen een minder volgende strategie volgen, hetgeen neerkomt op het niet automatisch volgen van de Duitse renteverhogingen. Deze beleidsconclusie is echter in tegenspraak met het model. Als de overige EMS-landen het Duitse 'spel' doorhebben waarom volgen ze dan nog de Duitse renteverhogingen als ze daar in termen van werkgelegenheid en productie alleen maar slechter van worden? Als de overige EMS-landen de Duitse strategieën kennen dan voldoet het model niet meer, omdat daarin met interdependenties tussen de BRD en andere EMS-landen geen rekening wordt gehouden. Het optimaliseringsprobleem van de BRD verandert, omdat rekening moet worden gehouden met de strategieën van de overige EMS-landen.

Samenvattend meen ik te kunnen concluderen dat het artikel van HP weliswaar een interessante stelling bevat omtrent de handelspolitieke component van het Duitse monetaire beleid, maar dat er vanuit empirisch en theoretisch oogpunt de nodige bezwaren aan de analyse kleven. Met evenveel recht kunnen de conclusies omtrent de 'ware aard' van het Duitse monetaire beleid ook worden omgedraaid waardoor de relatie tussen monetair beleid en internationale handel in een voor de rest van West-Europa veel gunstiger licht komt te staan. Hiermee is overigens niet gezegd dat de Duitsers niet een expansieve handelspolitiek zouden kunnen voeren of dat de BRD in Oost-Europa niet bepaalde concurrentievoordelen op West-Europa zou bezitten. Alleen de

veronderstelde koppeling tussen het Duitse monetaire beleid en de Duitse pogingen om in Oost-Europa voet aan de grond te krijgen is naar mijn mening niet bewezen. Mochten de Duitsers willen appreciëren dan moet dat toch vooral uit binnenlandse, inflatoire overwegingen worden verklaard. Een appreciatie doet de overhitting van de Duitse economie afnemen, doordat de geïmporteerde inflatie en het overschot op de lopende rekening afnemen. Hierdoor komt binnenlandse productiecapaciteit vrij hetgeen uit het oogpunt van de zeer hoge bezettingsgraad in de Duitse industrie economisch wenselijk kan zijn. De andere EMS-landen zullen echter niet snel geneigd zijn om middels een depreciatie vis-à-vis de D-mark Duitse inflatie te importeren⁷. Ook een Duitse appreciatie kan dus niet alleen worden ingekleed in termen van anti-inflatiepolitiek maar in tegenstelling tot wat de beide auteurs beweren daaruit wel degelijk worden verklaard. In die zin reageren de Duitse monetaire autoriteiten zoals vele beleidsinstanties slechts op de (veelal onvoorziene) politieke en economische gebeurtenissen in Oost-Europa in het algemeen en in de Duits-Duitse verhoudingen in het bijzonder. De initiërende rol die aan het Duitse monetaire beleid in het *ESB*-artikel wordt toebedacht, lijkt mij niet terecht. 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.

Harry Garretsen

De auteur is verbonden aan de vakgroep Algemene Economie van de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. Met dank aan drs. S. Brakman, drs. N. Brunia, drs. H. van Ees, dr. J. de Haan en prof. dr. S.K. Kuipers voor hun commentaar.

5. Als de renteverhoging in alle landen in West-Europa geldt, worden de investeringen in al die landen (inclusief de BRD) in gelijke mate negatief beïnvloed.

6. Van der Ploeg in: P. De Grauwe e.a., *De Europese monetaire integratie: vier visies*, WRR-rapport, V66, 1989, blz. 93. Bovendien, als de Bundesbank daadwerkelijk redeneert in de trant van het *ESB*-model, dan is het niet duidelijk waarom de BRD deel uit wil maken van het EMS. Een agressief appreciatiebeleid is eenvoudiger door te voeren in een situatie van zwevende wisselkoersen.

7. Het in het *ESB*-artikel vermelde citaat van Duisenberg suggereert dat de DNB zou overwegen om toekomstige Duitse renteverhogingen voortvloeiende uit de Duitse wens tot appreciatie niet langer te volgen. Naar mijn mening bedoelde Duisenberg echter dat in geval de D-mark onder druk zou komen te staan door een oplopende binnenlandse inflatie (dus een dreigende depreciatie van de D-mark) en de Bundesbank de rente zou verhogen ter verdediging van de D-mark, de DNB deze renteverhoging niet automatisch zou volgen.