

West-Duitsland op het monetaire oorlogspad (III)

In dit commentaar wordt de geldigheid van de conclusies van het artikel van Heertje en Van der Ploeg betwist. Renteopdriving door de Bundesbank, met als oogmerk niet-Duitse ondernemingen op een grotere investeringsachterstand in Oost-Europa te zetten, treft ook de Duitse bedrijven. Door het model meer de geest van het oorspronkelijke betoog te laten uitademen, blijkt de uitkomst van het machtsspel van de Bundesbank afhankelijk van rentegevoeligheid en valutarisico. Bij gebrek aan betrouwbare kennis van de relevante elasticiteiten concludeert de auteur dat de overige EG-landen belang hebben bij een spoedige monetaire unie met West-Duitsland.

In hun boeiende bijdrage in ESB van 14 februari j.l. passen de hoogleraren Heertje en Van der Ploeg (hierna HP) een speltheoretische analyse toe op het Westduitse monetaire beleid. Naast prijsstabiliteit streeft de Bundesbank tevens een zo groot mogelijk Duits aandeel op de ontluikende Oosteuropese markt na. Met renteopdriving als strategie worden beide doelen gediend. Enerzijds zal de resulterende appreciatie van de D-mark de importprijsstijging afzwakken. Anderzijds lokt het krappe Duitse monetaire beleid een rentestijging uit in de overige EMS-landen. Deze laatste rentestijging zal de investeringen in Oost-Europa door Westeuropese bedrijven belemmeren. Duitse bedrijven zien daardoor hun toch al gunstige concurrentiepositie (door taal, ligging en dergelijke) op de Oosteuropese markt versterkt.

Het aardige van deze hypothese is dat de als zeer onafhankelijk bekend staande Bundesbank een politieke rol wordt toegedicht. Via het rentewapen probeert zij immers de investeringskanalen in Oost-Europa in Duitse handen te spelen. Terecht plaatsen HP vraagtekens achter deze onafhankelijkheid. Het zijn immers overheden die de centrale bank hebben opgericht. Juist ter wille van die (relatieve) onafhankelijkheid, moeten soms concessies aan de regering worden verleend¹.

Twijfel hebben wij echter wel omtrent de veronderstelde werking van het Duitse rentewapen. Drie punten vragen daarbij om aandacht.

– Indien West-Duitsland inderdaad een natuurlijk concurrentievoordeel

geniet in Oost-Europa, waarom zou het dan nog de rente verhogen? Ook zonder rentestijging zijn onze oostburens al in staat een hogere investeringsgroei te realiseren (vergelijk de presidentskandidaat die, afstevenend op een grote overwinning, geen 'verkiezingstrucs' meer nodig heeft).

- Renteopdriving zou in dit verband kunnen dienen om de gegeven voorsprong uit te bouwen.
- Kennelijk hebben Duitse investeerders, in tegenstelling tot hun EG-collega's, geen last van rentestijging. Er is geen reden al van te voren aan te nemen dat de rentegevoeligheid van Duitse investeringen significant lager is (de algemene vraag of investeringsbeslissingen van ondernemers door de rentestand worden beïnvloed laten wij verder rusten).

In deze bijdrage zal worden aangetoond dat de conclusie van HP... "(dat) door het opdrijven van de wisselkoers via het verhogen van de rente de andere partijen (worden) uitgeschakeld, dan wel op een forse achterstand (worden) gezet..." (blz. 148) in zijn algemeenheid onjuist en onvolledig is. Als de rente namelijk werkelijk zo'n centrale rol speelt, moet deze in het model expliciet worden opgenomen. Maar dan, zo zullen we zien, verkrijgen we heel andere uitkomsten.

De vraag naar Duitse goederen wordt nu mede bepaald door de Duitse reële rente i :

$$y_t = -\delta e_t + \sigma c_t - \alpha_1 i_t \quad t = 1, 2 \quad (1)$$

$$\delta > 0, \sigma > 0, \alpha_1 > 0$$

De gebruikte symbolen hebben dezelfde betekenis als bij HP². Symbool c geeft opnieuw de machtspositie weer die West-Duitsland inneemt ten opzichte van de rest van West-Europa. Deze gunstige uitgangspositie verschaft Duitse bedrijven de mogelijkheid een hogere investeringsgroei in het Oostblok te realiseren. De Oosteuropese investeringen van West-Duitsland in de eerste periode luiden daarom:

$$\text{Inv}_1^{\text{WD}} = -\bar{\alpha}_1 i_1^{\text{WD}} + \alpha_2 c_1$$

$$\bar{\alpha}_1 > 0, \alpha_2 > 0 \quad (2)$$

Duitse bedrijven met andere woorden, zullen ook onafhankelijk van de reële rente in Oost-Europa investeren (c_1 heeft een positieve waarde). De investeringen uit de rest van de EG kun-

nen uiteraard niet van deze machtsterm profiteren:

$$\text{Inv}_1^{\text{EG}} = -\bar{\beta}_1 i_1^{\text{EG}} \quad \bar{\beta}_1 > 0 \quad (3)$$

Vanwege de EMS-afspraken geldt de volgende rentekoppelingsrelatie:

$$i^{\text{EG}} = i^{\text{WD}}(1+\tau) \quad \tau > 0 \quad (4)$$

Symbool τ als percentage is de opslag op de gemiddelde EG-rente vanwege het valutarisico. Uitgesloten is dat de concurrentiepositie van de Bondsrepubliek (c_t) kan worden vergroot via wisselkoersverandering van de D-mark vis à vis West-Europa. De overige EMS-leden houden hun munten immers gekoppeld aan de mark. Alleen door verhoudingsgewijs meer te investeren in Oost-Europa is West-Duitsland in staat zijn initieel voordeel op West-Europa uit te bouwen. Meer investeringen betekenen immers meer controle en zeggenschap, hetgeen de positie van de Bondsrepubliek verder versterkt. De Duitse concurrentiepositie tegenover de rest van de Gemeenschap in de tweede periode luidt daarom:

$$c_2 = \gamma(\text{Inv}_1^{\text{WD}} - \text{Inv}_1^{\text{EG}}) \quad \gamma > 0 \quad (5)$$

Door combinatie van vgl. (2) en (3) kent c_2 derhalve twee componenten: zij wordt ten dele bepaald door c_1 , ten dele door de respectievelijke rente-elasticiteiten. Naar het ons voorkomt sluit vgl. (5) beter aan bij de essentie van het betoog van HP dan hun eigen vgl. (2'). Het opnemen van de term e_1 in (2') betekent namelijk het volgende.

Ten grondslag aan de appreciatie van de D-mark ten opzichte van het niet-EMS-blok (dit is een hoge waarde van e_1) ligt de Duitse rentestijging. Ter verdediging van de spilkoersen zullen de overige EMS-leden hun rente eveneens verhogen. Helaas zal deze laatste rentestijging de geplande Westeuropese investeringen in Oost-Europa afremmen. Ondertussen investeert de Bondsrepubliek rustig door en zet haar

1. K. Blackburn en M. Christensen, Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, *Journal of Economic Literature*, maart 1989 blz. 33. Een actueel voorbeeld vormt de goedkeuring door de Bundesbank van het regeringsplan tot een monetaire unie met Oost-Duitsland, daags nadat voorzitter Pöhl dit plan nog had gekenschetst als 'puur gefantaseer'.

2. Hun model luidt als volgt:

$$y_t = -\delta e_t + \sigma c_t \quad t = 1, 2 \quad \sigma > 0, \delta > 0 \quad (1')$$

$$c_2 = (1-\mu)c_1 + \mu e_1 \quad 0 < \mu < 1 \quad (2')$$

$$W \equiv \sum_{t=1}^2 \{ y_t - 0,5\theta(e_t - \bar{e})^2 \} \quad \bar{e} > 0, \theta > 0 \quad (3')$$

waarbij e staat voor de reële koers van een D-mark uitgedrukt in Oosteuropese goederen, c de concurrentiepositie van West-Duitsland in Oost-Europa is ten opzichte van de rest van de EG, terwijl W de Duitse welvaartfunctie en \bar{e} de nagestreefde waarde van de D-mark voorstellen. Alle variabelen zijn procentagemutaties van de waarden in de oorspronkelijke evenwichtstoestand (met uitzondering van onze reële rente).

EG-partners op een (grotere) achterstand (c_2 in vgl. (2') stijgt). Niet door de wisselkoers, maar door de rente wordt West-Europa 'weg geconcurrerd'.

Vergelijking (2') bevat dus al een 'ingebakken' verband, namelijk dat een hogere rente en dus een sterkere D-mark altijd voordelig is voor West-Duitsland zelf. De kernrelatie rente-investeringen-concurrentiepositie wordt derhalve impliciet verondersteld. Door het in (2') gemodelleerde positieve verband tussen appreciatie en concurrentiepositie is het niet verwonderlijk dat de welvaart maximaal is indien de appreciatie van de mark in de eerste periode groter is dan in de tweede periode.

Wij vragen ons af of de uitkomst van het spel van de Bundesbank (i.c. dat renteopdriving per saldo voordelig is) nog steeds geldt nu we het model in overeenstemming hebben gebracht met de achterliggende 'investeringsafremmings'-gedachte van HP. Wij bekijken vervolgens bij welke rentevoeten in beide perioden de Duitse welvaart maximaal is:

$$\max_{i_1} W \equiv \sum_{t=1}^2 \{ y_t - 0,5\theta(i_t - \bar{i})^2 \} \quad \bar{i} > 0, \theta > 0 \quad (6)$$

waarbij \bar{i} de gewenste waarde van de reële rente is met het oog op de inflatiebestrijding in West-Duitsland. De Bundesbank wil dus aan de ene kant de vraag naar Duitse goederen stimuleren en aan de andere kant, via een hoge rente, de inflatie beteugelen. Bovendien probeert zij door een krap monetair beleid de Westeuropese investeringen in Oost-Europa te ontmoedigen. Onder de voorwaarden (1)-(5) is de welvaart maximaal indien:

$$i_1 = \bar{i} + \frac{-\alpha_1 - \sigma \gamma (\bar{\alpha}_1 - \bar{\beta}_1 (1 + \tau))}{\theta} \quad \text{en} \quad i_2 = \bar{i} + (-\alpha_1 / \theta)$$

De strategie van de Bundesbank in het betoog van HP kwam er op neer de rente en de waarde van de D-mark in de eerste periode op te drijven, wanneer er geïnvesteerd moet worden. In de tweede periode verlaagt de centrale bank de rente weer ($i_1 > i_2$). Deze strategie is lonend indien de teller van de linkerbreuk groter is dan de teller van de rechterbreuk, dat wil zeggen als

$$\bar{\beta}_1 (1 + \tau) > \bar{\alpha}_1 \quad (7)$$

De economische interpretatie van dit eindresultaat is aldus. Hoe groter de rentegevoeligheid van de Westeuropese investeringen ($\bar{\beta}_1$) en hoe groter de risico-opslag (τ), des te gunstiger zal rentestijging op de Duitse welvaart inwerken, gegeven de Duitse rentegevoeligheid ($\bar{\alpha}_1$). Westeuropese bedrijven hebben dan meer last van een hogere rente dan Duitse bedrijven. Alleen in dat geval zal appreciatie van de mark de optimale strategie in periode een

zijn. Heertje en Van der Ploeg hebben dan gelijk. Maar o wee als het produkt van EG-rentegevoeligheid en risico-opslag kleiner is dan de Duitse rente-elasticiteit.

Ten eerste is dan de optimale Duitse strategie de rente in periode een juist lager vast te stellen dan in periode twee. Maar bovendien blijkt dat de optimale rentes i_1 en i_2 dan beneden de uit louter inflatieoogpunt gewenste rente (\bar{i}) liggen. De Westduitse investeringen zijn in dat geval dermate rentegevoelig (relatief hoge $\bar{\alpha}_1$) dat het beter is voor de totale welvaart een lagere rente na te streven. Het desondanks vasthouden aan renteverhoging snijdt nu meer in het eigen vlees dan in dat van de overige Westeuropese bedrijven! Het gevolg is dat de Bundesbank nu juist een deel van het natuurlijke concurrentievoordeel teniet doet. Duitse bedrijven zullen relatief minder investeren in het Oostblok: de concurrentiepositie brokkelt af ($c_2 < c_1$) en de welvaart is submaximaal.

Onze conclusie is dat het rentewapen, ook voor andere doeleinden dan prijsstabilisatie, zorgvuldig dient te worden ingezet. De conclusie van HP dat de Bundesbank via een krap monetair beleid de investeringen in Oost-Europa in Duitse handen kan spelen, geldt dus slechts in een speciaal geval. In hun artikel is dit echter nergens terug te vinden. Door hun model meer in overeenstemming te brengen met het oorspronkelijke betoog, hebben wij laten zien dat de uitkomst van het spel afhan-

kelijk is van rentegevoeligheid en valutarisico.

Tot slot nog een opmerking over de valutarisico-opslag τ . Laten wij eens a priori $\bar{\alpha}_1$ gelijk aan $\bar{\beta}_1$ stellen. De factor $\bar{\beta}_1 \tau$ in ongelijkheid (7) blijft over. Deze werkt echter in het nadeel van de overige EMS-landen. Een procentpunt hogere Duitse rente leidt immers tot meer dan een procentpunt hogere EG-rente. De investeringen door deze landen in Oost-Europa zullen daardoor achterblijven. Hieruit volgt de verrassende conclusie dat de rest van het EMS er alle belang bij heeft deze risico-opslag tot nul terug te brengen, onder meer door snelle vorming van een monetaire unie met West-Duitsland. Juist via beleids-harmonisatie en -coöperatie kunnen genoemde landen het machtsspel van de Bundesbank doorbreken. Opmerkelijk is dat HP juist tot een tegenovergestelde conclusie komen. Zij menen dat overig West-Europa bij haar rentepolitiek juist een minder volgzame strategie moet uitstippelen. Indien deze strategie het loslaten van de D-mark impliceert, dan heeft de ervaring met slangarrangement en EMS geleerd dat devaluaties ten opzichte van een sterke munt juist tot een hogere rente leiden, niet tot een lagere.

Dick van der Wal

De auteur is verbonden aan de vakgroep Algemene Economie, Vrije Universiteit te Amsterdam. Hij dankt prof. dr. F.A.G. den Butter voor zijn nuttige commentaar op een eerdere versie.