

# West-Duitsland op het monetaire oorlogspad (V)

In hun artikel in ESB van 14 februari j.l. geven de hoogleraren Heertje en Van der Ploeg (hierna aangeduid als HP) hun weinig alledaagse visie op het monetaire beleid van de Deutsche Bundesbank<sup>1</sup>. Centraal hierbij staat de vraag "of en in hoeverre West-Duitsland door een beleid van een harde overgewaardeerde D-mark probeert het aandeel in de exploitatie van de door de Oosteuropese ontwikkelingen beschikbare economische potentie te maximaliseren" (HP, blz. 148). Na een enigszins twijfelachtige exercitie luidt het antwoord op deze vraag bevestigend. Een van de conclusies luidt: "In ruimer historisch perspectief laadt West-Duitsland de verdenking op zich oude nationalistische oogmerken nu niet met militaire maar met economische middelen na te streven" (HP, blz. 149).

In ESB van 14 maart stonden twee kritieken op het artikel van HP van de hand van Garretsen en Bos, gevolgd door een nawoord van HP (hierna HP-II). Ook na lezing van deze bijdrage blijft bij ondergetekende een onbevredigend gevoel hangen. Zo valt er mijns inziens veel meer op het artikel van HP aan te merken dan Garretsen en Bos in hun overigens alleszins lezenswaardige bijdragen hebben gedaan. Verder is de manier waarop HP menen op de beharrenswaardige kritiek te moeten reageren mij een doorn in het oog. In feite gaan beide hoogleraren in het geheel niet in op enkele essentiële kritiekpunten die genoemde auteurs aandragen.

Mijn bijdrage is dan ook vooral bedoeld als uitnodiging aan HP om hun standpunt verder te verduidelijken en de kritiek inhoudelijk te pareren.

## Bezwaren tegen de analyse

Er vallen tegen het artikel van HP veel bezwaren aan te dragen. Zonder het gehele verhaal hier weer te geven beperk ik mij tot de belangrijkste punten:

- het betoog bevat enkele ernstige feitelijke onjuistheden;
- het gehanteerde model hangt volslagen in het luchtledige;
- de redenering is niet logisch sluitend;
- het artikel lijkt meer het resultaat te zijn van een anti-Duitse gezindheid dan van een gedegen economische analyse.

## Feitelijke onjuistheden

Verschillende malen wordt er door HP gerefereerd aan het Duitse streven naar een overgewaardeerde D-mark. Nu vond de verkrapping van het Duitse monetaire beleid plaats in de periode juli 1988 tot oktober 1989. In deze periode was echter precies het omgekeerde het geval: de mark was juist ondergewaardeerd<sup>2</sup>. De ondergewaardeerde D-mark is een belangrijke verklaring voor de explosieve groei van het overschot op de Duitse lopende rekening, dat niet zozeer moet worden toegeschreven aan een J-curve effect, maar aan een snel groeiend exportvolume. Ook het feit dat de stijging van het importprijsspeel de laatste jaren juist boven het gemiddelde inflatietempo heeft gelegen, duidt niet bepaald op een overgewaardeerde wisselkoers. Integendeel, de onderwaardering van de mark leidde tot de import van inflatie.

De door HP geponeerde theorie dat de Bundesbank het monetaire beleid heeft verkrapt met het oogmerk om optimaal te profiteren van de ontwikkelingen in Oost-Europa komt in een merkwaardig daglicht te staan wanneer wordt bedacht dat de monetaire verkrapping in de Bondsrepubliek reeds medio 1988 is ingezet. Lang voordat er enig zicht was op de stroomversnelling in de ontwikkelingen in Oost-Europa begon de Bundesbank dus reeds met verkrappen. Hiervoor had zij goede redenen: de monetaire expansie lag in 1988 voor het derde jaar op rij ver boven de doelzone. Daarnaast dreigde de zwakke D-mark (niet alleen in EMS-verband, maar ook tegenover de dollar) zoals gezegd met name in 1989 tot een inflatieversnelling te leiden. Bovendien stond de Bundesbank in haar beleid niet alleen, in de VS en vooral het VK werd het monetaire beleid in die periode eveneens aangescherpt.

Het doet verder vreemd aan dat HP niet hebben opgemerkt dat juist vanaf het moment dat de ontwikkelingen in Oost-Europa in een stroomversnelling zijn gekomen, de Bundesbank het monetaire beleid niet verder heeft verkrapt. De laatste verhoging van de officiële tarieven dateert van begin oktober 1989, een maand voordat de 'muur omviel' en de ontwikkelingen zich versnelde. De rentestijging sedert die tijd heeft vooral in de lange sfeer plaatsgevonden, waarbij de yield-curve weer een positieve helling heeft gekregen.

Het ging hierbij niet om een door de Bundesbank geïndiceerde rentestijging, maar om een marktreactie.

## Model

Over het model kunnen we kort zijn. De belangrijkste vooronderstelling is dat de Bundesbank direct de waarde van de D-mark ten opzichte van de andere valuta kan manipuleren (HP, blz 149). Nu weet iedere econoom die zich wel eens met wisselkoersvorming heeft beziggehouden dat geen enkele centrale bank in een wereld van vrij kapitaalverkeer over de mogelijkheid beschikt om een wisselkoers eenzijdig vast te stellen. Voor zover "manipuleren" hier wordt uitgelegd als "proberen te beïnvloeden", staat er geen onwaarheid. De analyse van HP suggereert echter dat zij er van uitgaan dat de Bundesbank over de mogelijkheid beschikt om de waarde van de D-mark direct te bepalen. Dit nu is op zijn zachtst gezegd een uiterst dubieuze vooronderstelling. Hiermee is het fundament onder het model echter danig uitgehold. In het model zelf wordt gerefereerd aan een "oorspronkelijke evenwichtstoestand", zonder dat nader wordt gespecificeerd op welke periode wordt gedomd. Het modelletje is hiermee een mathematisch elegant geheel, dat echter totaal in het luchtledige hangt en niet empirisch kan worden getoetst.

## Redenering

HP gaan uitgebreid in op de hinder die het bedrijfsleven in de rest van West-Europa (dus met uitzondering van de BRD) ondervindt van de hoge reële rente. Tegelijkertijd verzuimen zij aan te geven waarom het Westduitse bedrijfsleven géén last van de hoge rente heeft. Deze asymmetrische benadering lijkt in strijd met de logica. Er wordt op geen enkele manier duidelijk gemaakt hoe "de Bundesbank door gebruik te maken van het rentewapen de investeringen in Duitse handen kan spelen" (HP, blz 149)<sup>3</sup>. Blijkbaar hebben HP over het hoofd gezien dat de Duitse rente óók is gestegen.

Het betoog van HP wordt nog curieuzer als de ontwikkeling van de rente in de belangrijkste Europese landen met de Duitse rente wordt vergeleken. Het lange rente-écart tussen de BRD en de overige EG-landen is sinds het begin van de verkrapping medio 1988 aanzienlijk gedaald (met uitzondering van

1. A. Heertje en F. van der Ploeg, West-Duitsland op het monetaire oorlogspad, ESB, nr. 3745, 14 februari 1990, blz. 148-150.

2. Dit punt werd ook door Garretsen naar voren gebracht, doch HP verzuimden in hun naschrift hier op in te gaan.

3. Ook dit punt is al eerder naar voren gebracht, en wel door Bos. Wederom geen reactie.

Nederland). Met andere woorden: nergens in Europa is de lange rente zoveel gestegen als in de Bondsrepubliek. Deze conclusie geldt overigens ook als naar de reële rente wordt gekeken. Wanneer alleen het recente verleden in de beschouwing wordt betrokken (wat HP nadrukkelijk doet, zie HP-II, blz 259), dan geldt deze ontwikkeling des te sterker. Tevens zien wij dat dan óók in Nederland de rentestijging bij die in Duitsland is achtergebleven.

Door de meer geprononceerde rentestijging in de Bondsrepubliek dan in de omringende landen wordt de Westduitse concurrentiepositie (die inderdaad ijersterk is) juist verslechterd.

### Anti-Duits sentiment

Dit argument tegen het artikel van HP is enerzijds het minst harde, doch anderzijds het zwaarst wegende bezwaar. Uit het betoog van HP blijkt mijns inziens een sterk anti-Duits sentiment. Immers, alle Duitse beleidsmakers, ongeacht hun politieke kleur, zouden achter de schermen een monsterverbond zijn aangegaan om het 'Einig Vaterland' verder in de vaart der volkeren op te stuwen, ten koste van de rest van Europa<sup>4</sup>. Nu hebben HP gelijk als zij verwachten dat het Duitse bedrijfsleven alle registers zal opentrekken om de sterke uitgangspositie volledig uit te buiten. Ook is het al te duidelijk dat met name de Duitse eenwording door de Westduitse politici wordt aangegrepen om zich te profileren met het oog op de verkiezingen eind 1990. Men kan hier zijn bedenkingen tegen hebben, laakbaar is het niet, en het monetaire beleid van de Bundesbank kan er al helemaal niet door worden verklaard.

Het valt te hopen dat de beleidsmakers in de verschillende Europese landen zich niet door een ongenueanceerd anti-Duits sentiment laten leiden in hun beslissingen. Een betere voedingsbodem zou het Duitse nationalisme zich immers niet kunnen wensen! In dat geval zouden HP alsnog gelijk kunnen krijgen, waarmee hun artikel een "self fulfilling prophecy" zou worden.

### Het naschrift van HP

Zoals gezegd biedt het naschrift van HP op de door Bos en Garretsen geleverde kritiek weinig verheldering. Zo gaan zij niet in op enkele door genoemde auteurs geconstateerde fouten in hun redenering. Sterker nog, "de door Garretsen vermelde empirische gegevens zijn niet van belang uit het oogpunt van ons betoog, dat immers de recente gebeurtenissen tot onderwerp heeft" (HP-II, blz. 259).

Deze uitspraak wekt verwondering, want juist de laatste maanden heeft (1)

de Bundesbank het monetaire beleid niet verder verkrapt, is (2) in tegenstelling tot wat HP beweren met name de lange en niet zozeer de korte rente gestegen en is (3) al geruime tijd geen sprake meer van een "omdraaiing van de yieldcurve" (HP, blz 150). De wijze waarop HP de terechte kritiek van Garretsen afdoen wekt bij ondergetekende dan ook de indruk dat zij niet in staat zijn deze inhoudelijk te weerleggen.

Enigszins losstaand van het voorgaande is de analyse van HP over de gevolgen van de Duitse eenwording. Zonder hier uitgebreid op in te gaan, wil ik op het volgende wijzen. Een belangrijk oogmerk van de snelle totstandkoming van de Duitse monetaire unie (DMU) is juist het indammen van de stroom emigranten. Dit kan alleen als lonen en uitkeringen in de voormalige DDR op een vergelijkbaar niveau met dat in de BRD worden getrokken. HP hebben gelijk als zij stellen dat het Oostduitse bedrijfsleven dan niet kan concurreren en dat er dus een aanzienlijke werkloosheid zal ontstaan. De koopkracht van een uitkeringstrekker in de DMU zal echter duidelijk hoger zijn dan die van een huidige Oostduitse werknemer, tevens luiden in de DMU alle be dragen in harde (West-)duitse markten. De DMU zal dus ogenblikkelijk toevoegen aan de effectieve vraag in Duitsland, terwijl de DDR-bijdrage aan de productiecapaciteit in eerste instantie relatief bescheiden zal zijn. De kans op een bestedingsgolf in West-Duitsland lijkt mij dan ook groot. Gezien het feit dat de Westduitse economie al vóór er sprake was van een DMU oververhittingsverschijnselen vertoonde, vrees ik in tegenstelling tot HP voor een duidelijke versnelling van het inflatietempo. Gezien het verloop van de rente op de Duitse kapitaalmarkt sinds de aankondiging van de DMU begin februari, wordt deze vrees blijkbaar door de markt gedeeld.

### Besluit

Het 'political business cycle' model, dat overigens niet nieuw is, gaat op voor tal van landen. Waar HP referen aan het VK onder Thatcher en de VS onder Reagan, ben ik geneigd hen gelijk te geven.

De vertaling naar het Westduitse monetaire beleid is mijns inziens echter uiterst twijfelachtig. Het monetaire beleid van de Bundesbank van de afgelopen jaren valt namelijk uitstekend te verklaren met economische argumenten, daar is geen Oost-Europa voor nodig. Nu geven HP in hun reactie op Garretsen aan dat hun analyse niet gaat over de afgelopen jaren, maar over de meest recente ontwikkelingen. Bo-

venstaand heb ik aangegeven dat de feitelijke ontwikkelingen van de afgelopen maanden al in het geheel niet vallen te rijmen met de analyse van HP. Rest de vraag waar HP het dan eigenlijk wel over hebben.

Mocht de Bundesbank de komende maanden het monetaire beleid verder aanscherpen, wat mijns inziens wel mag worden verwacht, dan maakt dit geen onderdeel uit van het snode plan dat HP hebben geschetst, maar dient dit slechts ter beteugeling van de te verwachten inflatoire effecten van de tot standkoming van de Duitse Economische en Monetaire Unie<sup>5</sup>.

HP hebben het grootste gelijk van de wereld als zij stellen dat een discussie via de kolommen van ESB nuttig is om een scherp zicht te krijgen op de snelle ontwikkelingen in Oost-Europa. Maar het mag geen discussie zijn die wordt gevoerd vanuit een anti-Duits vooroordeel, gebaseerd op onjuiste feiten, slecht gefundeerde modellen en logische inconsistenties. Zo'n discussie kan slechts leiden tot ongezonde emoties en is daarom per definitie heilloos.

**Wim Boonstra**

De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau Buitenland van de AMRO Bank N.V. Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

4. De Duitse regering is een coalitie van CDU/CSU en FDP, Bundesbankpresident Pöhl is lid van de SDP.

5. Zie AMRO Bank, *De Duits-Duitse Economische en Monetaire Unie en haar gevolgen*, Special Report nr. 14, februari 1990.

### Naschrift

Over enkele weken zullen prof. dr. A. Heertje en prof. dr. F. van der Ploeg in een nieuw artikel hun critici van repliek dienen.