

West-Duitsland op het monetaire oorlogspad

Het monetaire beleid van West-Duitsland dat tot uitdrukking komt in veelvuldige verhogingen van de korte rente is niet alleen gericht op bestrijding van inflatie, maar heeft ook tot doel andere landen op een achterstand te zetten in de strijd om de exploitatie van de economische potentie van Oost-Europa. Door de D-mark zeer sterk te maken, worden de andere EMS-landen gedwongen de rente te verhogen, waardoor de investeringsneiging in deze landen wordt afgeremd. De Bundesbank tracht zo met behulp van het rentewapen investeringen in Oost-Europa in Duitse handen te spelen.

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

Inleiding

In een recente bijdrage heeft Van der Ploeg de aandacht gevestigd op de politieke oogmerken en implicaties van een bewust beleid van overwaardering van de wisselkoers¹. Aan de hand van een eenvoudig macro-economisch model van een kleine open economie met een J-curve-effect, wordt de betekenis van de wisselkoers als beleidsinstrument in het licht gesteld. Het niveau van de wisselkoers kan worden beïnvloed door de monetaire en begrotingspolitiek. In het onderhavige artikel wordt dit gezichtspunt benut voor een analyse van het gedrag van de heersende politieke partij in een regering. Aangenomen wordt dat de partij of coalitie die aan de macht is het niveau van de wisselkoers zo kiest dat bij verkiezingen het aantal op de betrokken partij uitgebrachte stemmen wordt gemaximeerd. De analyse leert dat een beleid van "... real appreciation towards election eve is very sensible from a political point of view, because it quickly cuts inflation, boosts real income and therefore increases votes, whilst the undesirable effects on net export, output and employment are typically felt after the election"².

Deze beschouwing komt erop neer dat het overwaarderen van de eigen wisselkoers wordt gehanteerd met het oog op het uitoefenen van politieke en, in het verlengde daarvan, economische macht.

In dit artikel wordt dit gezichtspunt toegepast op het internationale monetaire en financiële gedrag van West-Duitsland, in het bijzonder tegen de achtergrond van de recente ontwikkelingen in Oost-Europa. De vraag komt op of en in hoeverre West-Duitsland door een beleid van een harde overgewaarde D-mark probeert het aandeel in de exploitatie van de door de Oosteuropese ontwikkelingen beschikbare economische potentie te maximaliseren. Dit maximeringsproces komt erop neer dat andere landen, met name in de Europese Gemeenschap, geheel of gedeeltelijk van deelneming aan de exploitatie van Oost-Europa worden uitgesloten.

Het rentewapen

Het harde valutabeleid van de Bondsrepubliek komt tot uitdrukking in het te pas en te onpas verhogen van de rente op korte termijn en in de interventies met het oog op het bestrijden van een sterker wordende dollar, waarvan ook een rente-opdrijvend effect uitgaat. De Westduitsers motiveren dit gedrag met het verwijzen naar het gevaar van inflatie, hetzij door explosieve binnenlandse ontwikkelingen hetzij door externe omstandigheden. In feite worden landen zoals Frankrijk en Nederland genoopt de Westduitse gedragslijn te volgen vanwege de handelsbalanspositie met West-Duitsland en het anti-inflatiebeleid, meer in het algemeen vanwege de gemaakte afspraken in het Europees Monetaire Systeem. Naarmate de Westduitse beleidslijn echter een permanent karakter krijgt, worden de groeikansen van de andere landen belemmerd, zowel intern als met betrekking tot Oost-Europa, daar op den duur ook de rente op lange termijn een opwaartse beweging doormaakt. De Duitsers bereiken een soortgelijk effect als in het artikel van Van der Ploeg beschreven. Door het opdrijven van de wisselkoers via het verhogen van de rente worden de andere 'partijen' uitgeschakeld, dan wel op een forse achterstand gezet. De benadeelde landen zitten door de uitgelokte hoge (reële) rente op een lager groeipad met lagere werkgelegenheid en ondanks de hogere rente een per saldo lager spaarvolume, zodat er minder kan worden geïnvesteerd in Oost-Europa en de deelneming aan internationale handel met dat gebied beperkter is dan zonder de agressieve Westduitse monetaire politiek het geval is. Na de 'verkiezingen' – het gevecht – laat West-Duitsland

* De eerste auteur is verbonden aan de Universiteit van Amsterdam, de tweede auteur aan het Center for Economic Research van de Katholieke Universiteit Brabant.

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

2. Idem, blz. 854.

de teugels vieren; het "depreciates the exchange rate, which can be viewed as an 'investment' in improving competitiveness"³.

Uiteraard wordt er tegenspel geleverd door de andere EG-landen en in ruimer verband door Japan en de VS. Het gaat er echter om te verklaren dat West-Duitsland in een situatie waarin het *rechtstreeks* aankomt op het benutten en exploiteren van door de Oosteuropese ontwikkeling aangereikte economische mogelijkheden, zodat een coöperatieve politiek van beheerste monetaire expansie door de EG-landen verantwoord lijkt, zich non-coöperatief overgeeft aan een overdreven anti-inflatiebeleid, met hoge rente en een overgewaarde D-mark. Een benadering à la Van der Ploeg lijkt een sleutel tot de verklaring. (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.)

Een model van de Duitse monetaire tactiek

Het is wellicht goed om de bovenstaande redeneringen toe te lichten aan de hand van een eenvoudig model voor de Duitse economie. Om de belangrijke argumenten zo sterk mogelijk naar voren te laten komen, nemen we aan dat de Bundesbank direct de waarde van de D-mark ten opzichte van de andere valuta kan manipuleren. Dit heeft het voordeel dat we de markten voor geld en binnenlandse en buitenlandse staatsobligaties niet hoeven te modelleren. We beperken verder de analyse tot twee perioden. In de eerste periode moeten de investeringen in Oost-Europa gepleegd worden, terwijl in de tweede periode de vruchten hiervan geplukt kunnen worden. Laat de vraag naar Duitse goederen in de twee perioden, y_t , gegeven zijn door

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

waarbij e_t de waarde van de D-mark (prijs van Duitse goederen in termen van goederen uit de rest van Oost-Europa) in periode t is en c_t de concurrentiepositie (relatief ten opzichte van de rest van West-Europa) in Oost-Europa in periode t is. Alle variabelen zijn percentage-mutaties van de waarden in de oorspronkelijke evenwichtstoestand. Een sterke Duitse munt (hoge waarde van e_t) verlaagt op korte termijn de Duitse uitvoer, verhoogt de Duitse invoer, en leidt dus tot een inkrimping van de vraag naar Duitse goederen.

In het kader van het Europese Monetaire Systeem heeft West-Duitsland een leidende rol, die ook wordt weerspiegeld in het Westeuropese integratieproces. Reeds op deze grond neemt West-Duitsland een krachtige uitgangspositie in met het oog op de Oosteuropese ontwikkelingen. Deze positie wordt verder versterkt door de natuurlijke banden tussen de Bondsrepubliek en Oost-Duitsland, de geografische ligging van West-Duitsland ten opzichte van Oost-Europa, het min of meer aanvaarden van de D-mark als sleutelvaluta door Oost-Europa en de beheersing van de Duitse taal door vele Oost-Europeanen. Deze factoren brengen met zich mee dat West-Duitsland een voorsprong heeft op de rest van West-Europa voor wat betreft de economische exploitatie van Oost-Europa, zodat aan c_1 een positieve waarde dient te worden toegekend. Op grond van de ongelijke machtspositie tussen West-Duitsland en de overige Westeuropese landen heeft Duitsland de mogelijkheid in het machtsspel de eerste zet te doen. Duitsland zal van die mogelijkheid gebruik maken daar de voordelen de nadelen overtreffen en de andere landen slechts een strategie van volgen kunnen toepassen. Daarom heeft West-Duitsland het 'first-mover'-voordeel⁴.

De Duitse concurrentiepositie in de tweede periode is gegeven door:

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

Als de Bundesbank een sterke waarde van de D-mark in periode 1 bewerkstelligt, dan zullen de andere centrale banken van het Europese Monetaire Systeem hun wisselkoersen ten opzichte van de D-mark moeten verdedigen. Dit doen ze met het enige instrument dat ze tot hun beschikking hebben, renteverhogingen, want dit trekt kapitaalstromen uit het buitenland aan en versterkt de waarde van de overige munten van het Europese Monetaire Systeem. Het probleem met dit rentewapen is dat het de investeringen van de rest van West-Europa in Oost-Europa belemmert. Dit is triest, want dit geeft Duitse bedrijven, die van een betere uitgangssituatie kunnen genieten, de kans om in Oost-Europa te investeren en daarvan de vruchten te plukken in de tweede periode ($\mu > 0$). Het idee achter deze redenering is dat de uitdrukking "die het eerst komt, het eerst maalt" van toepassing is op investeringen in Oost-Europa en dat de Bundesbank door gebruik te maken van het rentewapen de investeringen in Duitse handen kan spelen.

Om het een en ander toe te lichten, veronderstellen wij dat de Bundesbank de waarde van de D-mark in de twee perioden manipuleert om de volgende welvaartsfunctie te maximaliseren:

$$W \equiv \sum_{t=1}^2 [y_t - \frac{1}{2} \theta (e_t - \bar{e})^2], \quad \bar{e} > 0, \theta > 0 \quad (3)$$

waarbij \bar{e} de gewenste waarde, vanuit het oogpunt van de inflatie, van de D-mark is. De Bundesbank wil dus aan de ene kant de vraag naar Duitse goederen en de Duitse werkgelegenheid stimuleren en aan de andere kant de Duitse inflatie beteugelen en de Duitse reële inkomens voor werknemers vergroten⁵. Voor het gemak veronderstellen wij dat de Bundesbank de toekomst niet verdisconteert. Het optimale beleid van de Bundesbank – kies e_1 en e_2 zodanig dat (3) onder de voorwaarden (1)–(2) gemaximaliseerd wordt – is dan gegeven door:

$$e_1 = \bar{e} + \left(\frac{\sigma\mu - \delta}{\theta} \right) > e_2 = \bar{e} + \left(\frac{-\delta}{\theta} \right) \quad (4)$$

Dit is het resultaat dat we wilden benadrukken: in de eerste periode wanneer de investeringen in Oost-Europa gepleegd moeten worden, voert de Bundesbank een strak monetair beleid en drijft dus de rente en de waarde van de D-mark omhoog, en in de tweede periode wanneer Duitsland zijn investeringen in Oost-Europa gepleegd heeft, verlaagt de Bundesbank de rente en de waarde van de D-mark ($e_2 < e_1$). In eerste instantie zal de Bundesbank dus een uiterst streng anti-inflatiebeleid voeren en na het 'gevecht' voert de Bundesbank weer een normaal anti-inflatiebeleid. De Bundesbank heeft dus goede redenen om het rentewapen te gebruiken om de voorsprong in Oost-Europa uit te buiten.

De waarde van de D-mark is tijdens het gevecht hoger dan de waarde die correspondeert met de gewenste inflatie ($e_1 > \bar{e}$, mits $\sigma\mu > \delta$), daar zodoende de andere Westeuropese landen door de hoge rente worden ontmoedigd in

3. Idem, blz. 854.

4. Zie voor het begrip 'first-mover'-voordeel in het kader van de speltheorie: E. Rasmussen, *Games and information, an introduction to game theory*, Basil Blackwell, Oxford, 1989, blz. 35.

5. Een verbale uitleg is dat een sterke D-mark en dus een hoge Duitse rente de prijs van invoer en dus consumptieprijzen verlaagt en dus het reële inkomen van werknemers verhoogt. Omdat e_t de reële waarde van de D-mark is, is de consumptieprijs, p_t^c , onder Cobb-Douglas-preferenties gelijk aan $p_t^c = p_t - \alpha e_t$, waar $0 < \alpha < 1$ het aandeel van buitenlandse producten in de totale Duitse consumptie is en p_t de productieprijs is. Het nominale loon, w_t , is onder een constante winstmarge gelijk aan p_t . Het reële inkomen van werknemers is dus $w_t - p_t^c = \alpha e_t$ en stijgt wanneer de D-mark apprecieert.

Oost-Europa te investeren. Buiten deze periode laat West-Duitsland iets meer dan de gewenste inflatie toe om zo de werkgelegenheid te stimuleren, door de waarde van de D-mark naar beneden te laten afwijken van het niveau dat correspondeert met het gewenste inflatietempo ($e_2 < \bar{e}$).

Besluit

Het model van Van der Ploeg is aangepast om de monetaire strategie van de Bundesbank in verband met ontwikkelingen in Oost-Europa te verklaren. De conventionele J-curve in de internationale economische betrekkingen houdt in dat een appreciatie van de wisselkoers, gepaard met een rentestijging, onmiddellijk een verlaging van de inflatie, maar pas later een verlaging van de uitvoer en de werkgelegenheid veroorzaakt. Dit is de reden dat een regering die stemmen maximaliseert, de wisselkoers laat depreciëren zodra zij aantreedt en wanneer de verkiezingsavond nadert de wisselkoers in waarde laat stijgen, zodat nadelige gevolgen voor de werkgelegenheid naar de volgende regering worden doorgeschoven. Dit is wat er onder Thatcher in Engeland, Reagan in Amerika en Pinochet in Chili gebeurde.

Het inspelen van de Bundesbank op de ontwikkelingen in Oost-Europa is gebaseerd op precies hetzelfde model, maar de interpretatie is nu net omgekeerd. De omgekeerde J-curve komt er op neer dat een appreciatie van de D-mark op korte termijn een inkringing van de Duitse werkgelegenheid veroorzaakt en de bedrijven uit de rest van West-Europa afschrikt om in Oost-Europa te investeren zodat deze strategie op de lange termijn de Duitse werkgelegenheid en productie ten goede komt. Dit is het idee achter het begrip 'first-mover'-voordeel. Het optimale monetaire beleid van de Bundesbank is dan ook om nu de rente omhoog te stuwen

en daarna, als de ontwikkelingen in Oost-Europa gestabiliseerd zijn, het monetaire beleid weer te verruimen. Dit gaat in beginsel ten koste van de rest van West-Europa. De recente stijgingen van de korte rente zijn gepaard gegaan met een omdraaiing van de yield curve, dat wil zeggen de korte rente is nu hoger dan de lange rente. Omdat de normale gang van zaken is dat commerciële banken geld verdienen door op lange termijn geld te lenen aan bedrijven voor investeringsprojecten en op korte termijn spaargelden aan te nemen van huishoudens, is het zeer goed mogelijk dat commerciële banken minder armslag krijgen om geld te lenen aan bedrijven voor investeringen in Oost-Europa.

De andere Westeuropese landen kunnen het machts spel van de Bundesbank doorbreken door een minder volgzaam strategie uit te stippelen. Zo merkte de president van De Nederlandsche Bank op 24 januari jl. in een rede in Amsterdam terloops op: "If permitted by the guilder's exchange rate, we shall not, of course, hesitate to lower interest rates independently of developments in Germany, as we have done twice during the past few weeks for our rate for special loans"⁶. Deze uitspraak maakt duidelijk dat niet langer onder alle omstandigheden de Duitse rentebewegingen zullen worden gevolgd. Opvallend is dat Duisenberg deze beleidslijn niet strikt koppelt aan de Duitse *monetaire* ontwikkelingen. Hierin kan een aanwijzing worden gezien voor de gedachte dat het Westduitse beleid wel wordt ingekleed in termen van anti-inflatiepolitiek, maar daaruit niet volledig kan worden verklaard.

A. Heertje
F. van der Ploeg

6. W.F. Duisenberg, Toespraak voor de leden van het World Trade Center in Amsterdam op 24 januari 1990.