

Financiële markten

De glans van de Duitse mark

De valuta-onrust die de financiële markten sinds begin dit jaar teistert heeft opnieuw geleid tot een scherpe appreciatie van de Duitse mark en de Japanse yen. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar zijn beide munten resp. met 9% en 11% in waarde gestegen. Maar waar men in Japan spreekt van een crisissituatie – men vreest voor het toch al zwakke economische herstel – lijkt er in Duitsland sprake van 'Schadenfreude'. De sterke Duitse mark weerspiegelt, zo zei minister Rexrodt van Economische Zaken enkele weken geleden, het vertrouwen van beleggers in de ontwikkelingen in Duitsland. Bundesbankvoorzitter Tietmeyer riep de landen met een zwakke valuta op in eigen huis orde op zaken te stellen.

Duitsland gesterkt uit de crisis

De sterke D-mark wordt in Duitsland gezien als het ultieme bewijs dat de Duitse economie de schok van de Duitse eenwording te boven is. In 1993 vroeg men zich nog af of West-

Duitsland niet een te zware last op zich had genomen met de Duitse eenwording, die immers de oorzaak vormde voor de recessie in 1993. Het consumentenvertrouwen bereikte in 1993 een naoorlogs dieptepunt. De crisisstemming werd evenwel aangeprepen om ingrijpende maatregelen te nemen, door Bondskanselier Kohl betiteld als 'das Umdenken'. De lonen werden gematigd. De industrie voerde een vergaande rationalisatie door. De produktiviteit nam als gevolg hiervan sterk toe, in 1994 zelfs met 8%. De regering heeft het door de hereniging te ver opgelopen begrotingstekort teruggebracht. Het begrotingstekort zal dalen van een piek van 196 miljard Duitse mark (6,2% van het bbp) in 1993 tot 117 miljard dit jaar (3,3% van het bbp). In deze cijfers zijn uitgaven van de Treuhand en leningen van de Bundesbahn en Bundespost, die niet in de officiële begrotingscijfers vallen, meegeteld. De inflatie is op een niveau vlak boven de 2% weer onder controle, nadat de inflatie als gevolg van de schok van de eenwording in de eerste maanden van 1993 gestegen was tot bijna 5%. Ook de Duitse geldhoeveelheid neemt na de forse toename begin 1994 nu al weer zes maanden af, waardoor de geldhoeveelheid vergeleken met het vierde kwartaal van 1993 nog maar met 3,9% op jaarbasis groeit.

Bovenal vertoonde de Westduitse economie vorig jaar een gezonde groei van 2,5%; begin 1994 was men nog uitgegaan van minder dan de helft daarvan. De Duitse consument en het bedrijfsleven kijken weer met

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

vertrouwen naar de toekomst. Het ondernemersvertrouwen is op dit moment weer bijna net zo positief als gedurende de 1990/91 post-herenigingshause.

Niet alleen in West-Duitsland staan de zaken er beter voor, ook de Oostduitse economie heeft vorig jaar definitief de draai ten goede gemaakt met een groei van 9%. De industriële sector was met een groei van 21% één van de drijvende factoren achter dit hoge groeipercentage. Voor 1995 verwachten de Oostduitse ondernemers een toename van de produktie van 15%. Daarmee zal de industriële produktie uitkomen boven het niveau van vóór de monetaire en economische unie tussen de beide Duitslanden.

Maar pas op. De huidige positie van Duitsland is minder comfortabel dan zij op het eerste gezicht lijkt

Het is niet alles goud wat er blinkt

Ondanks het Wirtschaftswunder van 1994 staat Duitsland nog steeds voor een aantal belangrijke uitdagingen. In hoeverre zal Duitsland in staat zijn de verbetering in de concurrentiepositie vast te houden? Het afgelopen jaar was volgens cijfers van de OESO de eerste keer sinds 1985 dat Duitsland er weer in slaagde marktaandeel te winnen op haar exportmarkten. Het verlies aan marktaandeel in de voorafgaande jaren heeft ten dele te maken met de Duitse hereniging waardoor een deel van de export richting Oost-Duitsland is gegaan. Maar ook hoge loonstijgingen en de kracht van de D-mark speelden daarbij een rol, zoals blijkt uit tabel 1.

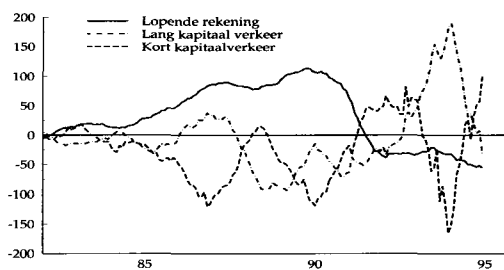
In de loonovereenkomsten die nu voor 1995 zijn afgesloten komt de loonstijging uit op 4%. Dat lijkt redelijk na twee jaar van forse loonmatiging en in een jaar waarin de belastingen fors verhoogd zijn. Maar het is schadelijk voor de Duitse concurrentiepositie. Naar verwachting zullen deze loonstijgingen maar ternauwer-

Tabel 1. Concurrentiepositie van Duitsland, procentuele jaar op jaar verandering

	Loonkosten per eenheid produkt (A)	Effectieve wisselkoers (B)	Som (A+B)	Winst/verlies marktaandeel op exportmarkten
1984	-0,2	-1,1	-1,3	1,2
1985	0,2	0,0	0,2	1,5
1986	3,8	8,8	12,6	-2,6
1987	3,2	6,0	9,2	-3,4
1988	-0,1	-0,7	-0,8	-1,9
1989	1,0	-0,9	0,1	-0,7
1990	2,2	4,9	7,1	-4,1
1991	4,3	-1,1	3,2	-4,3
1992	5,6	2,9	8,7	-0,8
1993	3,6	2,9	6,5	-6,0
1994	-6,1	-0,0	-6,1	5,6

Bron: OESO, Datastream.

Figuur 1. Lopende rekening, saldo lang kapitaalverkeer en saldo kort kapitaalverkeer in Duitsland, DM mrd.



nood gecompenseerd kunnen worden door produktiviteitsverbeteringen. Daar komt de appreciatie van de D-mark nog eens bij. Voor het verband van de Duitse industrie en handel (DIHT) waren de loonakkoorden en de sterke D-mark aanleiding om haar groeiraming voor 1995 naar beneden te herzien van 3% naar 2%. Men verwacht dat het Duitse bedrijfsleven als gevolg van deze nieuwe schok verder zal gaan met het verplaatsen van de produktie naar Oost-Europa, hetgeen zal leiden tot een verder verlies van arbeidsplaatsen in de industrie. De directe investeringen in het buitenland door het Duitse bedrijfsleven bedragen sinds 1986 gemiddeld 5,3% van de totale investeringen, waar dat in de periode 1976-85 2,7% was.

Dat beleggers op dit moment in markten vluchten lijkt dus niet zozeer te komen omdat Duitsland economisch zo supra aantrekkelijk is. In andere landen is de situatie alleen nog slechter.

Daarnaast is er het tekort op de lopende rekening. Sinds de eenwording is het overschot op de lopende rekening, dat in 1989 4,5% van het bbp bedroeg, omgeslagen in een tekort van 2,1% in 1994. Het overschot op de handelsbalans nam af en de dienstbalans kwam dieper in de rode cijfers te zitten als gevolg van rentebetalingen en de grote reislust van de Duitser. Zelfs de scherpe exportgroei die de Duitse economie in 1994 wist te boeken bleek onvoldoende om de toegenomen tekorten op de dienstbalans te compenseren.

Voor dit jaar en voor 1996 zal het tekort verder toenemen omdat de binnenlandse bestedingen verwacht worden sterker aan te trekken, en dat betekent dat Duitsland voor de finan-

stijging van de netto instroom van lang kapitaal. In de loop van 1994 kwam daar een eind aan. In plaats van lang kapitaal is het nu de vraag naar kort kapitaal die de waarde van de Duitse mark hoog houdt. Dat kan nog jaren goed gaan, maar het kan ook opeens afgelopen zijn. Alles zal afhangen van het vertrouwen in de monetaire autoriteiten. Het betekent in ieder geval dat de Bundesbank er het komende jaar alles aan gelegen zal zijn om door middel van het rentebeleid het vertrouwen van beleggers in de Duitse mark hoog te houden. Voor iedereen die nog twijfelt aan de noodzaak voor een krachtige monetaire verkrapping in Duitsland moet dit een overtuigend bewijs zijn.

Een onbelangrijke munt?

Zo op het eerste gezicht wijkt de situatie in de VS, dat in 1994 een tekort op de lopende rekening had van 2,9% van het bbp nauwelijks af van Duitsland. Waarom wordt er dan zo verschillend tegen de dollar en de D-mark aangekeken? Is het, om de woorden van Bundesbankraadslid Issing aan te halen, omdat de D-mark in vergelijking met de dollar een onbelangrijke munt is? De D-mark is weliswaar de tweede munt na de dollar, maar dat zal voorlopig ook zo blijven, aldus Issing.

Wat Issing evenwel niet vermeldt is dat de D-mark bezig is de achterstand op de dollar in te lopen. Volgens cijfers van het IMF is het belang van de dollar als reservevaluta aan het afnemen. In 1977 bestonden de valutareserves bij de centrale banken in de wereld nog voor zo'n 80% uit dollars, in 1994 is dat gedaald tot 60%. De D-mark is onderwijl bezig aan een stevige opmars. In de jaren tachtig als re-

servevaluta voor de deelnemers van het EMS. Ook in Oost-Europa accepteert men tegenwoordig de Duitse mark als betaalmiddel. Tijdens de recente valuta-onrust komen er ook steeds meer berichten van transacties van centrale banken in het Verre Oosten die steeds meer D-marken (en ook Japanse yennen) kopen.

Een ontwikkeling die de Belgische econoom Robert Triffin al in 1960 voorspelde¹. Bij gebrek aan vertrouwen in het monetaire of begrotingsbeleid in het land van de reservevaluta zal de reservevaluta, in dit geval de dollar, verzwakken. Centrale banken zullen in dat geval hun reserves diversificeren over goud en andere valuta, aldus Triffin. Hoewel de Verenigde Staten ten opzichte van de landen in het Verre Oosten en Latijns-Amerika nog steeds als een laag-inflatie land te boek staat, heeft de inflatie in Duitsland (met 2,4%) en in Japan (met 1,7%) de afgelopen tien jaar gemiddeld lager gelegen dan in de Verenigde Staten (met 3,6%). De Verenigde Staten ziet hierdoor haar rol als reservevaluta afnemen en Duitsland en Japan zien deze toenemen.

De financiële markten van Japan en Duitsland zijn vooralsnog te klein om de dollar van de troon te stoten. Maar als de aantrekkelijkheid van de dollar als reservevaluta langer onder druk blijft staan, omdat er onvoldoende vertrouwen bestaat in de Fed of in de politici in het Witte Huis en op Capitol Hill, kan de periode van D-mark sterkte nog wel eens langer aanhouden dan nu door menigeen gedacht wordt.

**Marcel Blom
Leendert Meijaard**

1. R. Triffin, *Gold and the dollar crisis*, New Have, Yale University Press, 1960.