

De invloed van de wisselkoers op de economie van het eurogebied

De euro heeft sinds zijn invoering grote wisselkoersschommelingen gekend. Dit artikel bespreekt de gevolgen hiervan voor de Europese economie. Het gaat in op de kanalen waarlangs de wisselkoers de economie beïnvloedt. De invloed op de prijzen blijkt in de loop van de tijd te zijn afgenomen. Dit wordt vooral veroorzaakt door de toegenomen neiging van buitenlandse exporteurs om hun prijsbeleid af te stemmen op de binnenlandse marktomstandigheden in het eurogebied. Zo zijn ze beter in staat hun marktaandeel te handhaven. Ook het huidige klimaat van lage en stabiele inflatie beperkt de doorwerking van de wisselkoers op de inflatie. Ten slotte wordt uiteengezet hoe het monetaire beleid rekening houdt met wisselkoersveranderingen.

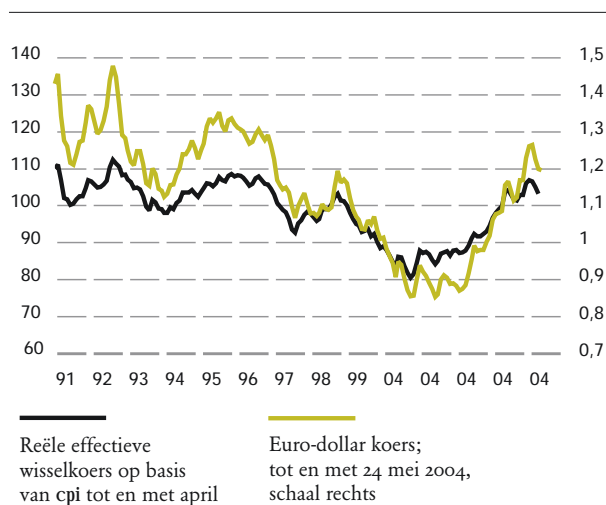
Inleiding

Het Kwartaalbericht van maart 2004 bevatte een artikel over het valutagebruik in de Nederlandse in- en uitvoer. Hieruit kwam naar voren dat het aandeel van de Amerikaanse dollar is toegenomen ten koste van dat van de valuta's van andere handelspartners. Tegenwoordig wordt circa een kwart van de in- en uitvoer afgerekend in dollars, terwijl de Verenigde Staten (vs) in de afgelopen vijftwintig jaar steeds minder dan 10% van het Nederlandse in- en uitvoervolume voor hun rekening namen. Dit artikel kiest een andere invalshoek. Het perspectief is Europees in plaats van nationaal, terwijl de doorwerking van wisselkoersmutaties in de reële economie centraal staat zonder onderscheid te maken tussen verschillende valuta's. In het onderstaande blijkt dat de economie van het eurogebied in de afgelopen decennia minder gevoelig is geworden voor wisselkoersschommelingen.

Nominale wisselkoersen fluctueren aanzienlijk meer dan internationale inflatieverschillen. Daarom schommelt de internationale koopkracht van de euro en andere valuta's in de loop van de tijd. Grafiek 1 brengt de voor onderlinge inflatieverschillen gecorrigeerde euro-wisselkoers in beeld, waarbij de buitenlandse valuta's gewogen zijn met het gewicht van de buitenlandse handel. Deze zogeheten reële effectieve wisselkoers van de euro is een belangrijke indicator voor het analyseren van reële effecten van wisselkoersmutaties. Het is een preciezere maatstaf voor de concurrentiekracht van het eurogebied dan de euro-dollarcoers, waar de publieke

Grafiek 1 Wisselkoers van de euro: reël effectief en in usd

Maandgemiddelden, januari 1999 = 100 respectievelijk dollars per euro



Bron: ecb en Thomson Financial.

discussie zich doorgaans op richt. Uit de grafiek is duidelijk dat de reële effectieve wisselkoers in historisch perspectief momenteel niet uitzonderlijk hoog is, ondanks de appreciatie sinds 2001.

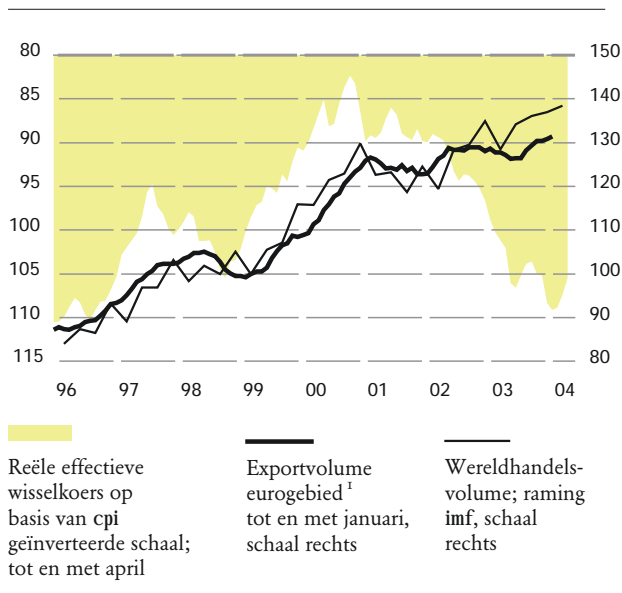
Als eerste komen in dit artikel de belangrijkste kanalen aan bod waarlangs wisselkoersveranderingen doorwerken in de economie. De invloed op de prijzen blijkt in de afgelopen jaren te zijn afgenomen. De redenen hiervoor worden vervolgens uiteengezet. De macro-economische gevolgen en de wijze waarop het monetair beleid rekening houdt met wisselkoersveranderingen vormen het onderwerp van de slotparagrafen.

Transmissiekanalen

Als de euro in waarde stijgt, wordt het voor Europese producenten moeilijker te concurreren met buitenlandse producenten die dezelfde producten aanbieden. Het doorberekenen van de nieuwe wisselkoers in de prijs op de buitenlandse markt zal tot verlies van marktaandeel leiden. Uit gegevens van de Europese Commissie komt naar voren dat vooral de kapitaalgoederenindustrie hiervoor gevoelig is. Op macro-economische schaal lijkt de recente afname van de concurrentiekracht van het eurogebied bij te dragen aan het achterblijven van het Europese exportvolume bij de wereldhandel, zoals grafiek 2 illustreert. Wanneer voor

Grafiek 2 Euro-koersstijging en handelsvolume

Maandcijfers; Index 1999-1 = 100



¹ Voortschrijdende driemaands gemiddelden.

Bron : ecb, imf en Thomson Financial

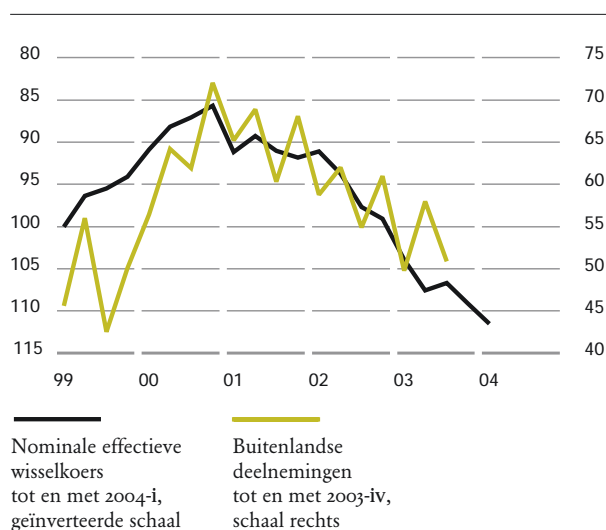
een product uiteenlopende prijzen gehanteerd kunnen worden in verschillende landen, kunnen exporteurs er ook voor kiezen de prijs in buitenlandse valuta niet aan te passen en het verlies aan prijsconcurrentiekracht op te vangen door in te teren op hun winstmarges. De automobielenindustrie is een voorbeeld van een sector met een hoge mate van prijsdiscriminatie tussen nationale deelmarkten, en in het verlengde daarvan grote fluctuaties in winstmarges. De winstgevendheid van het bedrijfsleven staat niet alleen onder druk door lagere winstmarges, maar ook doordat de winst uitgedrukt in euro's van investeringen in het buitenland daalt. Grafiek 3 toont het nauwe verband tussen de wisselkoers en het inkomen uit buitenlandse deelnemingen.

Tegenover het verlies aan concurrentiekracht staat dat de prijs in euro's van geïmporteerde goederen zal dalen door de koersstijging van de euro. Omdat buitenlandse goederen goedkoper worden voor inwoners van het eurogebied, spreekt men in dit geval van ruilvoetwinst. Ruilvoetwinst betekent een stijging van de koopkracht. De impuls die hiervan uitgaat op de binnenlandse vraag kan enig tegenwicht bieden aan het neerwaartse effect op de binnenlandse vraag van de vervanging van binnenlandse producten door importen.

Voor de mate van doorwerking van de wisselkoers in de prijzen is de verwachte duur van de wisselkoersverandering cruciaal. Stel dat de euro meer waard wordt doordat in het eurogebied productie tegen lagere kosten mogelijk wordt als uitvloeisel van hervormingen op

Grafiek 3 Opbrengsten buitenlandse deelnemingen en nominale effectieve wisselkoers euro

Kwartaalcijfers; eur miljard respectievelijk index 1999-i = 100



Bron: Europese Commissie en Thomson Financial.

product- en arbeidsmarkten. Het opwaartse effect hiervan op de waarde van de euro zal blijvend zijn, met grotere gevolgen voor de reële economie dan die zouden volgen op een tijdelijke waardeverhoging. Voorts speelt de structuur van de economie een rol voor de omvang van de doorwerking, onder andere doordat het prijspeil van een economie waar importen een gering deel uitmaken van het consumptiepakket niet erg gevoelig is voor de wisselkoers.

In de praktijk is het moeilijk de gevolgen van een wisselkoersmutatie afzonderlijk te beoordelen, doordat ze veelal het gevolg is van een economische schok die ook via andere kanalen doorwerkt in de reële economie. In het geval van stijging van de eurokoers als gevolg van een schok die productie tegen lagere kosten mogelijk maakt, gaan waardeverhoging en neerwaartse druk op de inflatie hand in hand. Indien zij het gevolg is van meer vraag uit het buitenland gaat dit niet alleen gepaard met een hogere eurokoers, maar ook met hogere economische groei en mogelijk ook toenemende inflatoire druk. Indien een toegenomen voorkeur van internationale beleggers voor beleggingen in het eurogebied ten grondslag ligt aan de hogere eurokoers, kan het verlies aan concurrentiekracht worden gecompenseerd door lagere financieringslasten voor het bedrijfsleven via een lagere rente. Wanneer de koersstijging een andere oorzaak kent, treedt dit compensatiemechanisme doorgaans niet op. Ten slotte hangt het economische beeld na een wisselkoersmutatie af van de eventuele beleidsreactie van de monetaire en budgettaire autoriteiten.

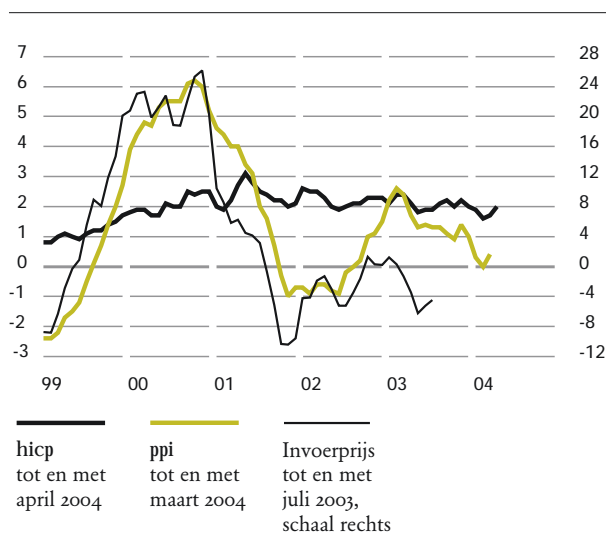
Doorwerking van wisselkoersveranderingen op inflatie afgenomen

Wisselkoersveranderingen hebben een directe doorwerking in het prijsniveau van de invoer. Het effect op de prijzen is verder in de productiekolom duidelijk geringer. Grafiek 4 laat zien dat de producentenprijzen de invoerprijzen in het eurogebied met een vertraging van enkele maanden volgen, maar het verband met consumentenprijzen is veel losser. Alleen sommige producten in het mandje van de geharmoniseerde consumentenprijsindex hcp zijn gevoelig voor de wisselkoers, in het bijzonder autobrandstoffen.

In het eurogebied is de doorwerking van wisselkoersveranderingen in de inflatie (*pass-through*) beperkt, zeker op korte termijn. De *pass-through* is geringer dan in een kleine open economie zoals de Nederlandse, doordat geïmporteerde goederen een kleiner deel van het consumptiepakket uitmaken (Warmerdinger, 2004). In het

Grafiek 4 Pass - through eurogebied

Maandgemiddelden; procentuele jaarommutaties



Bron: Thomson Financial.

eurogebied worden veel importen bovendien gefactureerd in euro's, waarbij wisselkoersveranderingen doorgaans onvolledig worden doorberekend aan de afnemers omdat buitenlandse aanbieders rekening houden met de plaatselijke marktomstandigheden. In de wetenschappelijke literatuur schrijft men dit zogenoemde gedrag van *pricing-to-market* doorgaans toe aan de geringe marktmacht van de exporteurs, die samenhangt met het geringe aandeel in de totale afzetmarkt van elke individuele exporteur (Bacchetta, Van Wincoop, 2002). Rigiditeit van prijsaanpassingen, die zich ook doet voelen als de conjuncturele situatie wijzigt, is een andere structurele oorzaak van de beperkte *pass-through*. Deze rigiditeit doet zich vooral voor als de prijzen moeten dalen, bijvoorbeeld onder invloed van lagere euro-prijzen voor ingevoerde intermediaire goederen.

Internationaal onderzoek wijst uit dat de invloed van de wisselkoers op de inflatie tegenwoordig geringer is dan circa twintig jaar geleden. De afname van de *pass-through* is ook in het eurogebied waargenomen.¹ De economen Obstfeld en Rogoff hebben in diverse publicaties benadrukt dat de *pass-through* in de inflatie niet tot nul is gereduceerd, zoals soms wordt gesuggereerd. In dat geval zouden de prijzen volledig los staan van de wisselkoers en zou een waardestijging van de euro niet leiden tot ruilvoetwinst, maar via een in euro's omgerekend lagere prijs van exporten tot ruilvoetverlies. Empirisch bewijs duidt nog steeds op ruilvoetwinst na koersstijging van de eigen munt.² Zelfs in het hypothetische geval dat geen enkele doorwerking van wissel-

koersfluctuaties in de consumentenprijsinflatie zou optreden, zouden er vanzelfsprekend nog steeds economische gevolgen zijn. Zoals beschreven, loopt dit onder andere via de winstgevendheid van het bedrijfsleven.

In het eurogebied is de *pass-through* afgenomen doordat de handel tussen emu-lidstaten in feite binnenlands is geworden, zonder wisselkoersrisico. Maar er zijn ook andere redenen, die verband houden met toegenomen *pricing-to-market* gedrag.

Ten eerste hebben veranderingen in het invoerpakket tot minder invloed van de wisselkoers op het invoerprijspeil geleid. De belangrijkste verschuiving schuilt in het afgenomen belang van grondstoffen ten gunste van eindproducten in het invoerpakket (Campa, Gonzalez, 2002). Eindproducten maken nu ongeveer driekwart van het invoerpakket uit, tegen ongeveer de helft in 1980. Als gevolg van productdifferentiatie is de marktmacht van aanbieders op markten voor eindproducten doorgaans groter dan op grondstoffenmarkten. Dit heeft tot gevolg dat aanbieders van eindproducten meer ruimte hebben om in te teren op hun winstmarges en het ook optimaal is dat te doen. Bovendien kennen internationaal verhandelbare eindproducten een grotere binnenlandse kostencomponent, in het bijzonder loonkosten, dan grondstoffen. Naast een verschuiving weg van grondstoffen is het invoerpakket ook veranderd doordat het aandeel van multinationale ondernemingen in de internationale handel is toegenomen. Hierdoor wordt een toenemend deel van de importen bepaald door goederenstromen binnen multinationals. De interne verrekenprijzen die ze hanteren hebben dikwijls een louter administratief karakter en staan los van de wisselkoers. Omdat multinationals zich door onomkeerbare investeringen niet of moeilijk kunnen terugtrekken uit de exportmarkt, laten zij zich in hun prijsgedrag bovendien sterker dan exporteurs zonder buitenlandse vestigingen leiden door de marktomstandigheden ter plaatse.³

Ten tweede heeft de beweging richting een regime met prijsstabiliteit bijgedragen aan de afgenomen *pass-through* van wisselkoersveranderingen in de inflatie (Taylor, 2002, en Gagnon, Ihrig, 2001). Dit is het geval, omdat ondernemers na een kostenstijging door een daling van de koers van de munt minder geneigd zijn hun prijzen te verhogen dan in een klimaat met hoge en volatiele inflatie. Eén reden hiervoor is dat in een omgeving met lage en stabiele inflatie ondernemers kostenstijgingen minder automatisch doorberekenen in de prijzen, onder andere dankzij het ontbreken van allerlei indexeringsmechanismen. Een andere reden is dat ondernemers en consumenten rekening houden

met het handhaven van prijsstabiliteit door de centrale bank. Prijsstabiliteit reduceert daarom het gevaar van oplopende inflatieverwachtingen, die tot hoge loonstijgingen leiden. In een inflatoir klimaat kunnen excessieve loonstijgingen leiden tot een loon-prijsspiraal, waardoor de wisselkoers verder onder druk komt.

Ten derde is de stormachtige groei van de markt voor financiële derivaten, waarmee diverse financiële risico's kunnen worden afgedekt, in de afgelopen vijftien jaar een reden voor de afgenomen *pass-through*. Het is steeds gebruikelijker geworden dat exporteurs hun korte-termijn valutarisico afdekken met financiële instrumenten zoals futures, swaps en optiecontracten. Uit onderzoek komt naar voren dat circa 40% van de Amerikaanse bedrijven en 60% van de Nederlandse bedrijven derivaten gebruikt voor het afdekken van wisselkoersrisico (*hedging*) (Macrae, 2003).

Macrobeeld

Wisselkoersveranderingen beïnvloeden niet alleen het prijsbeeld. Simulaties met macro-economische modellen kunnen een indruk geven van de invloed van wisselkoersmutaties op de economische groei en de werkgelegenheid. Tot op zekere hoogte kunnen ze inzicht geven in de wisselwerking tussen de verschillende transmissiekanalen waarlangs wisselkoersveranderingen doorwerken. Omdat ze zijn geschat op basis van gegevens over de afgelopen decennia gaan de simulaties echter voorbij aan de afname van de *pass-through* in deze periode. Daarom geven ze een indicatie van de bovengrens van de te verwachten macro-economische gevolgen van een wisselkoersverandering. Tabel 1 toont de effecten van een permanente stijging van de nominale effectieve wisselkoers van de euro met 10% volgens simulaties met dnb's macromodel *euromon*. Om de wisselkoerseffecten apart te kunnen beschouwen, is de monetaire beleidsrente constant verondersteld. Uit de tabel komt duidelijk naar voren dat de effecten op korte termijn beperkt zijn. In het vierde jaar komt het prijspeil ongeveer 3% lager uit, en het bruto binnenlands product (bbp) ruim 1% lager. Alle componenten dragen bij aan de vermindering van het bbp. Opvallend is dat op langere termijn de invloed op de investeringen groter is dan op de uitvoer, wat samenhangt met de stijging van de reële rente door de lagere inflatie. Door de rigiditeiten die de arbeidsmarkt kenmerken, is de stijging van de werkloosheid geringer dan de daling van het bbp. Daarom treedt in alle jaren een daling van de gemiddelde arbeidsproductiviteit op.

Tabel 1 Effecten op eurogebied van een permanente stijging met 10% van de wisselkoers van de euro¹

Cumulatieve effecten, geen monetaire beleidsaanpassingen

Jaar	1	2	3	4
Bbp	-0,4	-0,7	-1,0	-1,2
Consumptie	0,0	-0,1	-0,3	-0,6
Investeringen ²	-0,5	-1,5	-2,7	-4,0
Uitvoer	-0,8	-1,5	-1,7	-1,9
Invoer	0,0	-0,5	-0,9	-1,5
Cpi	-0,1	-0,7	-1,7	-3,1
Output gap	-0,5	-0,9	-1,1	-1,2
Werkloosheid	0,1	0,3	0,6	0,8
Arbeidsproductiviteit	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3

Bron: Simulatie Euromon.

¹ Nominaal effectief.

² Bedrijfsinvesteringen.

Bij de interpretatie van deze cijfers moet worden bedacht dat een aanhoudende wisselkoersmutatie minder waarschijnlijk is wanneer prijsstabiliteit heerst in het eurogebied en in haar belangrijkste handelspartners, en dat een tijdelijke wisselkoersmutatie minder doorwerkt dan een persistente. De volgens de tabel grotere omvang van de effecten op langere dan op korte termijn, mag nauwelijks verbazen. *Hedging*-instrumenten zijn alleen beschikbaar om gedurende korte termijn wisselkoersschommelingen af te dekken. *Pricing-to-market* gedrag, en dus het interen op winstmarges, is sterker wanneer tijdelijke wisselkoersschommelingen moeten worden opgevangen dan wanneer de wisselkoersverandering permanent blijkt. Bij investeringsgedrag geldt dit in versterkte mate. Een buitenlands investeringsproject kan immers niet meer worden teruggedraaid wanneer de wisselkoers zich ongunstig ontwikkelt. Tegen deze achtergrond is het begrijpelijk dat onzekerheid over de wisselkoers een sterk neerwaarts effect heeft op het niveau van de grensoverschrijdende investeringen. Hoewel dit niet is geïncorporeerd in het lineaire model, valt ook in te zien dat de macro-economische effecten van een wisselkoersverandering sterker dan lineair toenemen. Kleine wisselkoersveranderingen kunnen immers makkelijker worden opgevangen in de winstmarges, terwijl grote (aanhoudende) wisselkoersveranderingen tot fundamentele aanpassingen in het productieproces kunnen leiden, zoals het verschuiven van de productielocatie.

Beleid

De ecb richt haar monetaire beleid op het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied. Daarbij streeft zij geen doelwaarde van de wisselkoers van de euro na. Het monetaire beleid van de ecb draagt wel bij aan een stabiel economisch klimaat en daarmee aan een ordelijk wisselkoersbeloop dat de onderliggende economische verhoudingen weerspiegelt. Aldus wordt buitensporige wisselkoersvolatiliteit vermeden. Zoals beschreven, dragen lage en stabiele inflatie ook bij aan de afname van de *pass-through* van wisselkoersmutaties in de inflatie. Ondanks de verminderde invloed van wisselkoersveranderingen op de inflatie, is die invloed nog voldoende om er rekening mee te houden bij de monetaire beleidsbepaling. Zo blijven wisselkoersfluctuaties een belangrijke factor voor het verklaren van het inflatiebeeld in de eerste jaren van de emu (Warmerdinger, 2004).

Een koersstijging van de euro heeft een neerwaarts effect op de economische groei en de inflatie in het eurogebied. Daarom wordt zij dikwijls op één lijn gesteld met een monetaire beleidsverkrapping via verhoging van de korte-termijn rente. Zoals beschreven, is de doorwerking van de wisselkoers echter een complex proces, dat onder meer afhangt van de verwachte persistentie van de wisselkoersmutatie. Het effect van een wisselkoersverandering is anders door de tijd verdeeld dan van een renteverandering. Doorgaans werkt een wisselkoersverandering sneller door. Bovendien verschilt het effect op sectoren in de economie: een renteverandering treft de binnenlandse sectoren relatief sterker.

Voor het verkrijgen van een algemene indruk van de invloed van een wisselkoersverandering ten behoeve van het monetaire beleid kunnen macromodellen worden gebruikt. In de beleidspraktijk worden wisselkoersbewegingen in de context van alle beschikbare informatie beschouwd. Het is essentieel om de oorzaak achter een wisselkoersverandering te analyseren en na te gaan of een wisselkoersverandering naar verwachting tijdelijk of permanent van aard zal zijn. In geval van een tijdelijke wisselkoersverandering is het gevaar groot dat een eventuele rentereactie pas doorwerkt wanneer de wisselkoers alweer terug is op het oude koersniveau. In het bijzonder zullen beleidsmakers na willen gaan of er een reëel gevaar bestaat dat wisselkoersveranderingen zullen leiden tot onverantwoorde loonstijgingen. Indien het gevaar van ongewenste inflatoire gevolgen groot wordt geschat, volgt een rentereactie van de centrale bank.

Conclusies

De invloed van wisselkoersveranderingen op de inflatie is in de afgelopen twintig jaar afgenomen. De belangrijkste oorzaken hiervan zijn de toegenomen neiging van buitenlandse aanbieders op de Europese markt om prijzen af te stemmen op de concurrentieverhoudingen en het huidige klimaat van prijsstabiliteit, waardoor kostenstijgingen niet worden vertaald in hogere (verwachte) inflatie. Bij de monetaire beleidsbepaling worden wisselkoersveranderingen op hun eigen merites beoordeeld. Ze mogen niet gelijk worden gesteld aan monetaire beleidsveranderingen, want wisselkoersveranderingen werken anders door op de economie dan rentestappen.

Geraadpleegde literatuur

- Bacchetta, P., E. van Wincoop (2002), A theory of the currency denomination of international trade, nber Working paper no. 9039.
- Campa, J.M., J.M. Gonzalez (2002), Differences in exchange rate pass-through in the euro area, iese Research Paper no. 475.
- Dixit, A.K. (1989), Hysteresis, import penetration, and exchange rate pass-through, *Quarterly Journal of Economics*.
- Faruquee, H. (2004), Exchange rate pass-through in the euro area: the role of asymmetric pricing behavior, imf Working paper no. 04/14.
- Gagnon, J.E., J. Ihrig (2001), Monetary policy and exchange rate pass-through, Fed Board International Finance Discussion Papers no. 704.
- Krugman, P.R. (1987), Pricing to market when the exchange rate changes, mit press.
- Macrae, V. (2003), Financial risk measurement and management in Dutch firms, academisch proefschrift.
- McCarthy, J. (2000), Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized economies, Fed New York Staff report no. III.
- Obstfeld, M. (2002), Exchange rates and adjustment: perspectives from the new open economy macroeconomics, nber Working paper no. 9118.
- Obstfeld, M., K. Rogoff (2000), New directions for stochastic open economy models, *Journal of International Economics*.
- Taylor, J.B. (2000), Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms, *European Economic Review*.
- Warmerdinger, Th. (2004), Import prices and pricing-to-market effects in the euro area, ecb Working paper no. 299.

¹ Een goed overzicht bieden McCarthy (2000) en Taylor (2000). Een recente studie met betrekking tot het eurogebied is Faruquee (2004).

² In de andere extreme situatie, waarbij volledige *pass-through* optreedt, leidt de appreciatie tot een compenserende prijsverandering (in buitenlandse valuta) van de exporten, terwijl de ruilvoetwinst tot uitdrukking komt in een lager prijsniveau (in euro's) van de importen. Zie bijvoorbeeld Obstfeld and Rogoff (2000) en Obstfeld (2002).

³ De theorie dat multinationals een bruggenhoofd in buitenlandse markten creëren en de gevolgen daarvan zijn geanalyseerd door Krugman (1987) en Dixit (1989).