

De reële effectieve wisselkoers als maatstaf voor de opwaardering van de gulden

S. BRAKMAN* — MR. DRS. C. J. JEPMA*

De wisselkoers van de gulden is sinds 1971 sterk gestegen. Verondersteld wordt dat deze koersstijging de weerslag vormt van een toegenomen koopkrachtpariteit van de gulden. Het is echter de vraag of deze veronderstelling opgaat. De auteurs komen tot de bevinding dat in de jaren 1973-1979 de feitelijke guldenkoers voortdurend 5 à 10% boven de koopkrachtpariteitskoers lag, mogelijk onder invloed van de exploitatie en de export van het aardgas. Dit kan mede hebben bijgedragen tot een aantal ongunstige ontwikkelingen in de reële sfeer. De vraag werpt zich op of het wisselkoersbeleid niet sterker dan thans het geval is op matiging van de guldenkoers zou moeten worden gericht.

Inleiding

Het afgelopen jaar werd in dit blad van verschillende zijden gesuggereerd 1), dat een bewust nagestreefde verlaging van de effectieve koers van de gulden (genoemd werd zelfs 2) een devaluatie ten opzichte van de valuta's van de andere deelnemers aan het EMS) wellicht een wenselijke beleidskeuze zou kunnen zijn met het oog op de positie van het bedrijfsleven en de werkgelegenheidssituatie. Verschillende redeneringen werden daarbij gebruikt 3):

- de gedachtengang dat, onder de veronderstelling van onvolledige doorberekening van de kostenstijging in de prijzen (op macro-niveau), devaluatie uiteindelijk zal leiden tot verminderde groei van de reële arbeidskosten, versterking van de concurrentiepositie, sterkere groei van de produktie en verbetering van de werkgelegenheidssituatie;
- de redenering dat devaluatie mede zou kunnen leiden tot een verbetering van de betalingsbalans (gedefinieerd incl. het niet-bancaire deel van de kapitaalbalans), verruiming van de geld- en dus de kapitaalmarkt, daling van de binnenlandse (nominale) rentestand en stijging van de investeringen en de werkgelegenheid; en
- de gedachtengang dat devaluatie mag worden beschouwd als een geoorloofd voorschot op de groei, dat door de schoksgewijze werking ervan op korte termijn kan leiden tot een tijdelijke verbetering van de concurrentiepositie, doordat de ontwikkelingen in de nominale sfeer vertraagd reageren op de koersontwikkeling.

Mede door dit soort redeneringen uit gezaghebbende bron lijkt het gebruik van het wisselkoersinstrument langzamerhand uit de taboesfeer te komen, waarin dit onderwerp, niet in de laatste plaats door de opvattingen van De Nederlandsche Bank ter zake, lijkt te zijn geraakt. Alleen al uit theoretisch oogpunt kan dit als een winstpunt kan worden beschouwd. Een probleem bij dit soort discussies 4) over de effectiviteit van wisselkoersaanpassingen voor de positie van het bedrijfsleven en de werkgelegenheidssituatie is echter, dat men op voorhand geen zekerheid heeft omtrent de mate waarin aan de gehanteerde vooronderstellingen in de toekomst zal zijn voldaan. Dit geldt met name voor de mate waarin, ook ná een wisselkoersaanpassing, kostenstijgingen in de prijzen (kunnen) worden doorberekend 5) of, omgekeerd, voor de mate waarin de prijscompensatie kan worden gezuiverd 6) voor ruilvoetverliezen in het afge-

meen of prijsstijgingen van de ingevoerde energiegrondstoffen in het bijzonder. Verder geldt die onzekerheid de mate en de vorm waarin andere landen op de wisselkoersverande-

* De auteurs zijn als student-assistent resp. wetenschappelijk medewerker verbonden aan de vakgroep Algemene Economie van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij danken prof. dr. S. K. Kuipers en drs. H. Jager voor hun waardevolle opmerkingen.

1) S. K. Kuipers, Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1978. Er is inderdaad iets grondig mis met de Nederlandse economie, *ESB*, 16 mei 1979, blz. 476-482; M. P. Gans, De hoge rente en het bedrijfsleven, *ESB*, 20 juni 1979, blz. 600-602; en J. J. Klant, Biedt depreciatie soelaas?, *ESB*, 22 augustus 1979, blz. 842-844.

2) S. K. Kuipers, t.a.p., blz. 482.

3) Achtereenvolgens S. K. Kuipers, t.a.p., en M. P. Gans, t.a.p., en J. J. Klant, t.a.p. Voor een tegengestelde mening, zie b.v. B. Compaijen, Depreciatie, inkomensmatiging en concurrentiepositie, *ESB*, 14 november 1979.

4) Voor tamelijk recent op Nederland toegepast onderzoek omtrent de effectiviteit van het wisselkoersinstrument in Nederland zie b.v. P. B. de Ridder, Wisselkoers, concurrentiepositie en werkgelegenheid, *ESB*, 22 februari 1978, blz. 198-202; en R. S. G. Lenderink en N. van der Windt, Wisselkoers en loonmatiging, *ESB*, 9 mei 1979, blz. 452-456 en idem, Wisselkoers en betalingsbalans, *Maandschrift Economie*, 1979, blz. 122-133.

5) Geargumenteerd is wel, dat deze doorberekening niet volledig is geweest. Overigens bestaat wel de indruk, dat vanaf 1974 het, met name voor de aan sterke concurrentie blootstaande bedrijfstakken gezien de daar behaalde winstmarges, steeds moeilijker is geworden kostenstijging deels in de winst sfeer op te vangen. Zie OECD, *Economic surveys, Netherlands*, Parijs, 1979, blz. 10-13. Voor zover dit niet meer gebeurde, kan de eventueel hierdoor ontstane reële (d.w.z. gemeten in internationale valuta en vergeleken met concurrerende aanbieders) prijsstijging van de uitvoer goederen mogelijk worden gezien als een verklaring voor de in de afgelopen 5 jaar opgetreden daling van het marktaandeel van juist deze concurrentiegevoelige exporterende bedrijfstakken, als (bulk-)chemie, grootmetaal, scheepsbouw, textiel, optische instrumenten enz. Zie ook J. Gerards en H. Jager, De structurele ontwikkeling van de Nederlandse uitvoer. Een toepassing van CMS-analyse, *ESB*, 16 januari 1980, blz. 64-69. Men bedenke overigens, dat juist bedrijfstakken die te maken hebben met sterke internationale concurrentie en dus min of meer met (in internationale valuta) gegeven prijzen, bijzonder effectief gesteund kunnen worden door een koersdaling omdat bij volledige doorberekening van de wisselkoersaanpassingen in de prijzen de winstmarge, en bij onvolledige doorberekening (vanwege de hoge prijselasticiteit), de afzetwaarde vrij snel zal toenemen.

6) In ons land is deze zuivering voor grondstoffenprijzen b.v. bepleit door C. J. van Eijk, Het Centraal Economisch Plan 1979, *ESB*, 25 april 1979, blz. 391-392. Zie ook Centraal Planbureau, *Centraal Economisch Plan 1979*, 's-Gravenhage 1979, blz. 33. Op nationaal (motie-Engwirda) en internationaal (OESO) politiek niveau wordt thans eveneens zuivering voor de energieprijsstijgingen bepleit.

ring zullen reageren en de wijze waarop de verschillende aanpassingen in de tijd zullen verlopen. Deze factoren zullen alle van cruciale betekenis zijn voor de effectiviteit van het wisselkoersinstrument bij de doorwerking op de reële sfeer.

Daarnaast bestaat het probleem dat een bewust op depreciatie gericht wisselkoersbeleid onbetwistbaar politieke elementen in zich draagt, zowel op nationaal niveau als in EMS-verband. De onzekerheid omtrent binnen- en buitenlandse reacties op een eventuele koersdaling enerzijds, en de politieke betekenis ervan anderzijds, leiden er gemakkelijk toe dat in de discussie intuïtieve en politieke elementen hun intrede doen. Het lijkt zinvol om aandacht te schenken aan de vraag, in hoeverre de afgelopen jaren sprake was van een reële effectieve appreciatie van de gulden, d.w.z. in hoeverre de feitelijke effectieve koersbeweging is afgeveken van de koopkrachtpariteitskoers van de gulden.

De reële effectieve appreciatie van de gulden

Indien men de ontwikkeling van de internationale waarde van de gulden vanaf 1971 in ogenschouw neemt dan valt op dat deze waarde nominaal sterk is gestegen. Zo bedroeg de (nominale) effectieve appreciatie van de gulden over de periode 1971-1979, afhankelijk van de wijze waarop dit cijfer werd berekend 7), ongeveer 15-30%. Veelal wordt aangenomen dat, naast de factoren die in het algemeen op lange termijn de positie van de wisselkoers bepalen, in het specifieke geval van ons land vooral de exploitatie en de export van het hier aanwezige aardgas verantwoordelijk zijn voor de grote effectieve appreciatie van de gulden. De nominale koersontwikkeling geeft echter geen indicatie omtrent het antwoord op de vraag in hoeverre de koopkracht van de gulden in het internationale verkeer is toegenomen. Denkbaar, en zelfs gebruikelijk is dat de invloed van de nominale koersontwikkeling geheel of ten dele wordt gecompenseerd doordat de binnenlandse prijsstijging in het appreciërende land juist geringer is dan het gewogen gemiddelde van de prijsstijging bij de handelspartners. Het is dus *het verschil* tussen de nominale appreciatie en de mate waarin de binnenlandse prijsstijging relatief ten achter blijft bij die van de handelspartners, dat aangeeft in hoeverre sprake is van een stijging (daling) van de reële koopkracht van de betrokken valuta op de internationale markt. Dit verschil wordt aangeduid met de term reële effectieve appreciatie (depreciatie) van een valuta.

Omdat in het algemeen op theoretische gronden wordt aangenomen, dat in geval van reële koopkrachtverandering van een valuta, er op de lange termijn gewoonlijk evenwichtsherstellende tendenties in het leven worden geroepen (zodat op lange termijn sprake is van gelijkheid van koopkracht of koopkrachtpariteit van de verschillende valuta's), kan de reële effectieve koersontwikkeling van een valuta worden gebruikt als een indicator voor de onevenwichtigheid van de koers t.o.v. de koersontwikkeling op de lange termijn. De reële effectieve appreciatie wordt gewoonlijk berekend als het quotiënt van de indices van de nominale effectieve appreciatie van een valuta en van de (multilaterale) koopkrachtpariteitskoers (kcp-koers) van die valuta. De kcp-koers is de theoretische koers waarbij binnenlandse prijsontwikkelingen (in verhouding tot het buitenland) en koersontwikkelingen elkaar (gemiddeld over de handelspartners) precies compenseren, zodat de koopkracht van de betrokken valuta gelijk blijft.

Aanvaardt men het uitgangspunt, dat de feitelijke wisselkoers van een valuta op lange termijn tendert naar de kcp-koers 8), dan betekent een reële effectieve appreciatie (depreciatie) van een valuta, dat deze over(onder)gewaardeerd is ten opzichte van wat als de lange-termijn-evenwichtskoers wordt beschouwd. De hier gekozen probleemstelling (in hoeverre de koers van de gulden thans evenwichtig is vergeleken met de ontwikkeling op lange termijn) zal dan ook kunnen worden geoperationaliseerd door na te gaan

in hoeverre de actuele waarde van de gulden afwijkt van de kcp-koers op lange termijn. Om een zo goed mogelijk inzicht te verkrijgen in de reële effectieve koersontwikkeling zal een aantal varianten van de kcp-koers van de gulden worden berekend. Deze vraagstelling kan vanuit verschillende beleidsdoelstellingen van belang zijn. In de eerste plaats voor de lange termijn, vanuit de gedachtegang dat het thans (na ruim vijf jaren van „aardgasbonanza” en nu het maximum van de aardgasexport qua volume vrijwel is bereikt) zinvol is om ook in de wisselkoers te anticiperen op het tot het jaar 2000 geleidelijk teruglopen van de aardgasexport 8). In de tweede plaats voor de middellange termijn, vanwege de nogal eens gestelde vraag of de hardheid van de gulden niet ten koste gaat van de Nederlandse concurrentiekracht op de internationale markt 9). In de derde plaats voor de korte termijn, vanwege de vraag of er, nu naar het zich laat aanzien sprake is van een duurzame omslag in het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans, geen redenen bestaan voor geleidelijke bijstelling van het wisselkoersbeleid.

De koopkrachtpariteitskoers

De reële effectieve appreciatie van een valuta is het verschil tussen de nominale effectieve appreciatie en de relatieve verandering van de (multilaterale) kcp-koers van die valuta. Zowel van de nominale effectieve appreciatie als van de kcp-koers kan een aantal varianten worden berekend. In dit artikel zal een aantal koopkrachtpariteitskoersen worden vergeleken met de waarden van de daarbij behorende nominale effectieve koersen. Daaraan voorafgaande zal eerst worden aangegeven welke keuzeproblemen zich voordoen bij de berekening van koopkrachtpariteitskoersen. De empirische 10) problemen bij het bepalen van kcp-koersen hebben over het algemeen betrekking op:

- a. de gehanteerde versie van het begrip;
- b. de keuze van het basisjaar;
- c. de keuze van het prijsindexcijfer.

De gehanteerde versie van het begrip

De kcp-koers kan op verschillende manieren worden berekend 11):

7) Voor een overzicht, zie W. J. Anema en C. J. Jepma, De effectieve wisselkoers als maatstaf voor de opwaardering van de gulden, *ESB*, 9 augustus 1978, blz. 792-796. Zie ook R. R. Rhombert, Ideas of effective exchange rates, *IMF Staff Papers*, vol. 23, no. 1, blz. 88-112.

8) De aantrekkelijkheid van de kcp-koers als indicator voor de koers op de lange termijn wordt in belangrijke mate bepaald door de eenvoud bij de berekening. Voor meer verfijnde methoden zie b.v. J. R. Artus, Methods of assessing the long-run equilibrium value of an exchange rate, *Journal of International Economics*, 1978, jg. 8, blz. 277-299. Voor een praktische methode, gericht op de bepaling van het teken van de koersontwikkeling op korte termijn, zie b.v. M. Murenbeeld, Economic factors for forecasting foreign exchange rate changes, *Columbia Journal of World Business*. Tevens kan de kcp-koers een functie vervullen als indicator van onevenwichtigheden i.g.v. een vaste-koersclub zoals het slangakkoord of het EMS. Adviezen hieromtrent treft men aan in de z.g. Optica-rapporten: Europese Commissie, *Toward economic equilibrium and monetary unification in Europe*, Optica-rapport I, 1976 en idem, *Inflation and exchange rates: evidence and policy guidelines for the European Communities*, Optica-rapport II, 1977.

9) Een dergelijke gedachtegang werd reeds eerder geopperd door b.v. Langman en Ruding (*de Volkskrant*, 25 november 1977, resp. 25 oktober 1978).

10) Dit klemt te meer daar de nominale effectieve appreciatie asymmetrisch is, d.w.z. dat de appreciatie t.o.v. leveranciers geringer is dan t.o.v. afnemers, hetgeen duidt op verslechtering van de concurrentiepositie. Omdat de nominale appreciatie t.o.v. afnemers door het CPB niet meer wordt berekend, wordt de appreciatie t.o.v. leveranciers wel vergeleken met die t.o.v. concurrenten op de buitenlandse markten, ten einde een indruk te krijgen van de ontwikkeling van de concurrentiepositie. Zie b.v. P. B. de Ridder, t.a.p., blz. 201 en S. K. Kuipers, t.a.p., blz. 480. Vanwege de geheel verschillende berekeningswijzen van beide indices is vergelijking o.i. echter weinig zinvol.

- als prijs- of als kostenpariteit;
- als absolute of als relatieve pariteit;
- als bilaterale of als multilaterale pariteit.

Omdat de drie gemaakte indelingen elkaar aanvullen, zijn dus in principe acht versies mogelijk, waarvan slechts t.a.v. één daarvan berekeningen zullen worden uitgevoerd, namelijk t.a.v. de multilaterale relatieve prijspariteiten van de gulden. Van becijfering van de kostenpariteiten, de bilaterale pariteiten en de absolute pariteiten is afgezien, voornamelijk vanwege de beperkte beschikbaarheid van het statistische materiaal. Dit betekent dat wordt gewerkt met relatieve prijspariteiten, waarbij de theoretische koers wordt berekend door, uitgaande van een bepaald evenwichtig basisjaar, na te gaan in hoeverre enigerlei prijsindex van het beschouwde land zich ontwikkelt in vergelijking met het gemiddelde van diezelfde prijsindices van de gezamenlijke handelspartners.

Een voorbeeld moge één en ander verduidelijken: indien om een aantal redenen de situatie op de internationale wisselmarkten in een bepaald jaar, b.v. 1960, redelijk evenwichtig is, kunnen we dat jaar als startjaar gebruiken. Dit betekent dat we veronderstellen dat alle wisselkoersen in dat jaar evenwichtig zijn. In dat jaar geldt t.a.v. de koers van de gulden t.o.v. de Duitse mark, Franse en Belgische frank, indien we ons tot deze handelspartners beperken, b.v.:

$$1 \text{ gulden} = 1 \text{ DM} = 2 \text{ Fr. frank} = 15 \text{ B. frank.}$$

Indien vanaf dat jaar de relevante prijsindices (F) zich in die landen zodanig ontwikkelen dat, indien het prijsindexcijfer (P) voor 1960 wordt gesteld op 100, in 1978 in resp. Nederland, Duitsland, Frankrijk en België geldt dat P is 200, 180, 240 en 220, dan zal de relatieve multilaterale kkp-koers van de gulden in 1978, indien de handelsaandelen in dat jaar resp. 50%, 30% en 20% bedragen, en indien we de effectieve koers in het basisjaar gemakshalve gelijkstellen aan 100, gelijk zijn aan:

$$\frac{0,5 \cdot \frac{180}{200} + 0,3 \cdot \frac{240}{200} + 0,2 \cdot \frac{220}{200}}{0,5 + 0,3 + 0,2} \cdot 100 = 103$$

Handhaving van de koopkracht van de valuta betekent dus dat deze over de betrokken periode 3% nominaal effectief moet zijn geapprecieerd. Ligt het feitelijke percentage hoger (lager), dan is de valuta reëel effectief geapprecieerd (gedeprecieerd) en dus overgewaardeerd (ondergewaardeerd) 12). Zoals ook bij de berekening van de nominale effectieve koers van een valuta het geval is 13), is het bij de berekening van de multilaterale koopkrachtpariteitskoers mogelijk variaties aan te brengen in de aard van de gewichten, het aantal landen, dat wordt opgevat als handelspartners, de wijze waarop de gewichten worden bepaald enz. Dit soort complicaties wordt hier echter buiten beschouwing gelaten 14).

De keuze van het basisjaar

Een belangrijk probleem bij de berekening van de kkp-koers is de keuze van een evenwichtig basisjaar, te meer omdat immers alle relevante wisselkoersen gelijktijdig in evenwicht dienen te zijn. Om die reden zijn in de literatuur allerlei eisen, die aan het basisjaar mogen worden gesteld, naar voren gebracht, zoals:

- de aanwezigheid van vrije convertibiliteit en vrije internationale handel;
- de afwezigheid van valutainterventies en destabiliserende speculatie op de wisselmarkten;
- intern en extern evenwicht in de betrokken landen.

Het is niet eenvoudig om in de naoorlogse periode een jaar te vinden waarin de wisselkoersen min of meer aan de

bovengestelde eisen voldoen. De convertibiliteit van de Europese valuta's t.o.v. de dollar was immers pas in 1958 hersteld en de periode 1968-1973 werd gekenmerkt door monetaire crises en de afbraak van het stelsel van Bretton Woods. Dit betekent dat een evenwichtig basisjaar dient te worden gezocht in de periode 1958-1968 of in de periode na 1973. Een voordeel van een basisjaar in de periode 1958-1968 is, dat deze periode werd gekenmerkt door vaste en tamelijk stabiele wisselkoersen; een basisjaar kort na 1973 heeft als voordeel dat van deze periode mag worden verondersteld, dat de koersen in deze periode na de verschillende valutacrisis geleidelijk meer zijn uitgebalanceerd en dat systeemfouten t.g.v. het vastleggen van het basisjaar geen al te grote rol kunnen spelen. Hier is gekozen voor basisjaren in beide perioden: 1960 en 1973.

In deze beide jaren was namelijk sprake van een redelijke mate van interne en externe evenwichtigheid in de meeste westerse landen. Bovendien is niet onaannemelijk dat in 1960 in ons land de koers van de gulden nog niet in belangrijke mate door de aardgasexploitatie werd beïnvloed, omdat de gasbel in Slochteren pas kort daarvoor (in 1959) was ontdekt en in dat jaar nog geen exploitatiebeleid voor het gas was vastgesteld 15). Argumenten voor de keuze van 1973 als het meer recente basisjaar zijn, dat in dat jaar wellicht nog geen sprake was van belangrijke monetaire verstoringen door de oliecrisis zoals in de jaren na 1973 en dat de gasexport nog niet die invloed uitoefende op de Nederlandse betalingsbalans als in de jaren na 1973 16).

De keuze van het prijsindexcijfer

Bij de keuze van het prijsindexcijfer doen zich vooral theoretische problemen voor. Dit heeft ertoe geleid dat in onderzoeken verschillende prijsindices zijn gebruikt: de prijsindex van het bruto nationaal produkt, van de gezinsconsumptie, van de groothandelsprijzen, van de in- of uitvoer en andere indices. Aan welke index men de voorkeur geeft wordt, behalve door theoretische argumenten, bepaald door de beschikbaarheid van cijfermateriaal.

Drie soorten problemen doen zich voor bij de keuze van het indexcijfer. In de eerste plaats bestaat verschil van mening over de aard en de werkingssnelheid van het aanwezig veronderstelde evenwichtsmechanisme, dat de feitelijke wisselkoers onder een systeem van flexibele wisselkoersen op lange termijn doet tenderen naar de kkp-koers. Daarbij gaat het om de vraag of het mechanisme in wezen bestaat uit betrekkelijk langzaam werkende internationale goederenarbitrage, dan wel dat de aanpassing vrij snel plaats-

11) Voor een overzicht van de theoretische problemen rond de kkp-theorie zie b.v. L. H. Officer, The purchasing-power-parity theory of exchange rates: a review article, *IMF Staff Papers*, vol. 23, no. 1, blz. 1-60.

12) I.g.v. kostenpariteit wordt de pariteit uit een kostenindex berekend; i.g.v. een absolute pariteit worden geen prijsindices, maar waardebedragen van representatieve goederenpakketten gebruikt als basis voor de pariteit; i.g.v. bilaterale pariteit worden slechts twee landen met elkaar vergeleken.

13) Er bestaat dus kans op verslechtering (verbetering) van het concurrentievermogen.

14) Zie W. J. Anema en C. J. Jepma, t.a.p., blz. 792-793.

15) In de berekeningen is gebruikgemaakt van schuivende gewichten bestaande uit het gemiddelde van in- en uitvoeraandeel. De uitkomsten bleken weinig te veranderen indien gebruik gemaakt wordt van uitsluitend invoer-, dan wel uitvoeraandelen als gewichten.

16) Pas op 11 juli 1962 verscheen de Nota inzake aardgas, waarin de uitgangspunten t.a.v. het beleid (een exploitatieperiode van ongeveer 35 jaren en verkoop van ongeveer de helft van de geproduceerde hoeveelheid aan het buitenland) werden vastgesteld. In 1963 werd voor het eerst een kleine hoeveelheid gas geëxporteerd naar België en vanaf 1967 ook naar Frankrijk en West-Duitsland en vanaf 1974 tevens naar Italië. Qua waarde nam de export van aardgas pas een belangrijke omvang aan na 1972, toen voor het eerst voor meer dan f. 1 mrd. werd geëxporteerd. Dit gold voor de importbesparingen al enige jaren eerder.

vindt doordat zich t.g.v. ontwikkelingen in het algemene prijsniveau naast goederenarbitrage ook aanpassingen voltrekken via de internationale kapitaalmarkt. Voor de keuze van het prijsindexcijfer betekent dit de keuze tussen een index die zoveel mogelijk is afgestemd op internationaal verhandelbare goederen („tradables”), dan wel een prijsindexcijfer 17), dat zo goed mogelijk aansluit bij de nominale waardeinstijging van de verschillende vermogenstitels in het betrokken land.

In de tweede plaats doet zich, indien men zich beperkt tot goederenarbitrage, het probleem voor van de invloed van de prijsontwikkeling van niet internationaal verhandelde goederen („non-tradables”). Indien de „non-tradables” verondersteld worden geen rol te spelen in het evenwichtsmechanisme, maar wel in het gebruikte indexcijfer (b.v. in de index van het bruto nationaal produkt) zijn verwerkt, en indien de mate waarin dat het geval is van land tot land verschilt, kan dit bij de berekening van de kkp-koers en in het bijzonder bij dwarsdoorsnede-analyses de resultaten verstoren. Dit kan het geval zijn bij internationale verschillen ofwel in de verhouding van de prijsniveaus van „non-tradables” en „tradables” (de „internal price ratio”), ofwel in de relatieve omvang van beide sectoren of beide. In de literatuur 18) is tamelijk veel aandacht besteed aan het eerste geval. Op grond van onderzoek is wel gesuggereerd dat de genoemde verhouding van de prijsniveaus een positief verband vertoont met het ontwikkelingsniveau van een land, hetgeen ertoe leidt dat de kkp-koers van de valuta van een ontwikkeld land wordt ondergewaardeerd t.o.v. de kkp-koers van de valuta van een minder ontwikkeld land. Van een correctie uit dien hoofde van de prijsindices van het bruto nationaal produkt is hier afgezien omdat de binnenlandse relatieve prijzen van de beschouwde landen verondersteld worden niet te veel van elkaar af te wijken.

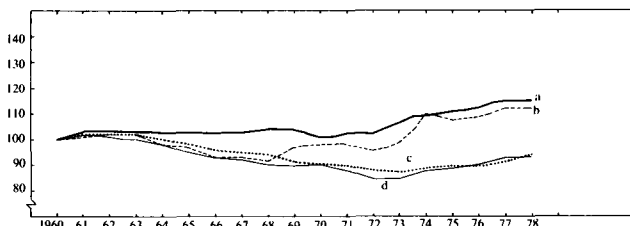
Wel is van belang op te merken dat, voor zover men van mening is dat prijsstijgingen in de „non-tradables”-sectoren (diensten, overheid e.d.) niet door goederenarbitrage noch door kostenstijgingen van de „tradables” invloed uitoefenen op de wisselkoers, een op basis hiervan berekende pariteit „naar beneden” zal worden getrokken, indien de prijsstijgingen in de „non-tradable”-sector in vergelijking met andere landen groter zijn dan in de „tradables”-sector.

In de derde plaats is wel bezwaar gemaakt tegen prijsindices die sterk het accent leggen op de prijsontwikkeling van internationaal verhandelde goederen, omdat de prijzen hiervan deels op de internationale markt worden vastgesteld en dus door de heersende wisselkoers worden bepaald. In dat geval vertoont namelijk de redenering dat de wisselkoers wordt bepaald door de internationale prijsverhouding elementen van een cirkelredenering 19). Deze bezwaren, die al door Keynes (in 1932) naar voren werden gebracht, treffen in het bijzonder de uitvoer- en de groothandelsprijsindex: de prijsontwikkeling van de uitvoer zal namelijk in geval van een sterke mate van internationale concurrentie worden afgestemd op de ontwikkeling van de wisselkoers 20) en de groothandelsprijsindex bevat sommige goederen, waarvan de prijzen op de internationale markten worden vastgesteld. De hiermee berekende pariteiten zullen i.g.v. appreciatie sterk „naar boven” worden getrokken. Men bedenke echter wel dat het causale verband tussen de feitelijke koers en de kkp-koers 21) tegenwoordig waarschijnlijk vooral wordt bepaald door binnenlandse afwenteling van fluctuaties in het inkoopverloop op de lonen en prijzen en derhalve op de hoogten van alle prijsindices van toepassing is. Bovendien is het juist het prijspeil van de exportgoederen, dat het meest zuiver betrekking heeft op de „tradables”.

Uit het voorgaande moge duidelijk zijn dat de keuze van de uit theoretisch oogpunt meest geschikte prijsindex onderwerp is van discussie. Enerzijds kan men beweren dat koopkrachtpariteiten op basis van groothandels- en exportprijzen te veel door de koersbeweging zelf worden beïnvloed en dus „te nauw” bij de feitelijke koersbeweging aansluiten. Anderzijds dat de prijsindex van het bruto nationaal produkt

elementen bevat — zoals de prijsontwikkeling in de overheidssector, welke over het algemeen hoger is dan die in de particuliere sector — die wellicht nauwelijks van belang zijn voor de koopkrachtpariteit van de wisselkoers, zodat de hiermee berekende pariteit waarschijnlijk „te ver” van de feitelijke koersbeweging afligt. Om die reden verdient het dan ook altijd aanbeveling bij de berekening van de kkp-koers verscheidene prijsindices naast elkaar te gebruiken en dient te worden voorkomen, dat men zich, zoals nogal eens gebeurt 22), bij de berekening van b.v. de reële effectieve appreciatie van een valuta tot één index beperkt.

Figuur 1. De ontwikkeling van de feitelijke koers en koopkrachtpariteitskoersen van de gulden gedurende de periode 1960-1978 (1960 = 100)



- a = feitelijke nominale effectieve koersontwikkeling van de gulden.
- b = ontwikkeling van de multilaterale kkp-koers op basis van (industriële) groothandelsprijzen.
- c = ontwikkeling van de multilaterale kkp-koers op basis van de prijsindex van het bruto nationaal produkt.
- d = ontwikkeling van de multilaterale kkp-koers op basis van de consumptieprijsindex.

De omvang van de reële effectieve appreciatie van de gulden

In figuur 1 zijn de nominale effectieve koers en de kkp-koers van de gulden op basis van drie prijsindices weergegeven voor de periode 1960-1978 (1960 = 100). De effectieve koers is t.o.v. dezelfde landen met dezelfde gewichten, enz. berekend als de kkp-koersen. De indruk die uit de figuur naar voren komt is dat:

- de kkp-koersen op basis van groothandelsprijzen de feitelijke koersbewegingen qua niveau op wat langere termijn ruwweg lijken te volgen, zoals ook vanuit de theorie min of meer leek te verwachten;
- daarentegen sprake is van een stelselmatige en voortdurend toenemende mate van reële effectieve appreciatie van de gulden volgens de pariteiten op basis van het prijspeil van het bruto nationaal produkt en de gezinsconsumptie.

17) Ook De Nederlandsche Bank en OECD gebruiken dit jaar als basisjaar. Zie ook voetnoot 22.

18) Zie ook J. A. Frenkel, PPP: perspective and evidence, *Journal of International Economics*, 1978, jg. 8, blz. 172 e.v. Toerisme wordt in het bovenstaande gemakshalve opgevat als goederenarbitrage.

19) Zie b.v. E. E. Hagen, Some facts about income levels and economic growth, *Review of Economics and Statistics*, vol. 42, februari 1960, blz. 62-67. B. Balassa, The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal, *Journal of Political Economy*, vol. 72, december 1964, blz. 584-596.

20) Zie b.v. P. A. Samuelson, Theoretical notes on trade problems, *Review of Economics and Statistics*, vol. 46, mei 1964, blz. 145-154.

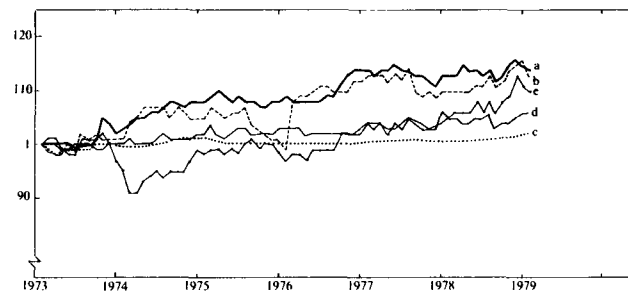
21) Randvoorwaarde voor een dergelijke prijszetting van ondernemers is wel dat de financiële weerstand dit toelaat. Een duurzame situatie van onderbieding zal immers leiden tot winstdaling en op lange termijn tot afbraak van het productiepotentieel of verplaatsing daarvan naar het buitenland. Aanwijzingen voor een dergelijk verband tussen de ruilvoetontwikkeling en het winstaandeel treft men b.v. aan in R. Knegt, *Ruilvoet en arbeidsinkomensquote*, discussienota 8001, Ministerie van Economische Zaken, 's-Gravenhage.

22) Voor het causaliteitsvraagstuk m.b.t. wisselkoers en binnenlandse prijzen, zie b.v. J. A. Frenkel, t.a.p., blz. 181 e.v. en I. B. Kravis en R. E. Lipsey, Price behavior in the light of balance of payments theories, *Journal of International Economics*, 1978, vol. 8, blz. 193-246.

Deze reële appreciatie zou over de periode 1960-1978 ongeveer 20% bedragen. Wellicht een gedeelte van deze discrepantie tussen de feitelijke en de theoretische koers is verklaarbaar vanuit het feit dat de stijging van het prijspeil van het bruto nationaal produkt en van de gezinsconsumptie mede is beïnvloed door de relatief grote prijsstijging die zich de afgelopen jaren vooral in ons land t.a.v. „non-tradables” (in het bijzonder in dienstensectoren als de gezondheidszorg, de woningbouw en de horeca) heeft voorgedaan. Dat neemt niet weg dat deze geleidelijk gegroeide discrepantie tussen deze pariteiten en de feitelijke koers toch wel bijzonder groot is. De indruk die hieruit naar voren komt is dat, indien men althans het bestaan van koopkrachtpariteit op basis van een binnenlands prijsindexcijfer als uitgangspunt aanvaardt, al gedurende de jaren zestig de koers van de gulden zich, wellicht onder invloed van het effect van de bestaande gasreserves op het vertrouwen in de waarde van de gulden, stabiliseerde op een hoger niveau dan op basis van de binnenlandse relatieve prijsontwikkeling gerechtvaardigd leek, en dat de omvang van deze discrepantie in de jaren zeventig, wellicht onder invloed van het effect van de omvangrijke aardgasexport, is geconsolideerd en versterkt.

Om de ontwikkeling van de pariteiten vanaf de periode dat de waarde van de aardgasexport een grote omvang aannam nader te beschouwen, is de ontwikkeling van de reële effectieve koers van de gulden opnieuw berekend aan de hand van maandcijfers over de periode januari 1973-januari 1979. Immers, vanaf 1973 is de waarde van de aardgasexport snel gestegen, hetgeen in belangrijke mate heeft bijgedragen aan de omvangrijke overschotten op de lopende rekening gedurende de periode 1977-1979. Zonder twijfel kon mede hierdoor vanaf het begin van de jaren zeventig een sterke nominale appreciatietendens van de gulden ontstaan. De indruk bestaat dat deze nominale appreciatie zodanig was, dat in deze periode tevens een verdergaande toename van het niveau van de reële appreciatie van de gulden is veroorzaakt.

Figuur 2. De ontwikkeling van de feitelijke koers en koopkrachtpariteitskoersen van de gulden gedurende de periode januari 1973-januari 1978 (niveau januari 1973 = 100)



e = ontwikkeling van de multilaterale kkp-koers op basis van exportprijzen.
(Zie voor betekenis overige symbolen figuur 1.)

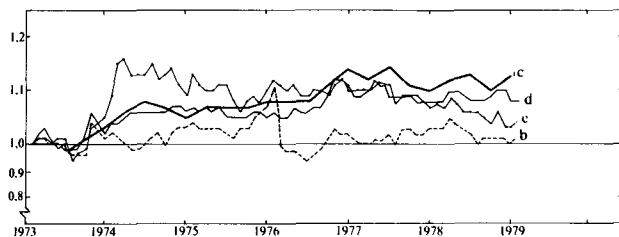
In figuur 2 zijn de nominale effectieve koers en de kkp-koers van de gulden op basis van vier prijsindices weergegeven voor de periode januari 1973-januari 1979 (januari 1973 = 100). De effectieve koers is op dezelfde wijze berekend als op de kkp-koersen. De indruk die uit de figuur naar voren komt is dat:

- in het bijzonder vanaf begin 1974, de index van de kkp-koers op basis van de exportprijzen zeer sterk afweek van die van de feitelijke wisselkoers, hetgeen correspondeert met het sinds die tijd sterk dalende aandeel van de Nederlandse uitvoer in de herwogen wereldhandel. Deze discrepantie bedroeg in de periode 1974-1977 zelfs meer dan 10% en lijkt samen te hangen met de invloed van de aardolieprijsstijging in de periode 1973-1974 op het prijspeil van het door een hoge energie-intensiteit gekenmerkte exportpakket. Na 1977 tendert de kkp-koers geleidelijk weer naar de feitelijke wisselkoers. Zonder enige twijfel zal het op de buitenlandse prijsontwikkeling afgestem-

de prijszettingsgedrag van de aan internationale concurrentie blootstaande exporteurs tot deze ontwikkeling hebben bijgedragen. Daarnaast zullen de effecten van de geleidelijke loonmatiging en verminderde nominale appreciatie van de gulden hiertoe hebben bijgedragen; — onmiskenbaar de indruk wordt bevestigd, die in figuur 1 werd gewekt, nl. dat zich in de loop van de jaren zeventig een reële appreciatie van de gulden ten opzichte van de consumptieprijsindex en t.o.v. de index van het bruto nationaal produkt heeft voorgedaan. Wat de consumptieprijsindex betreft is deze over de betrokken periode gelegen in de orde van grootte van 5 à 10%; wat de index op basis van het bruto nationaal produkt betreft, in de orde van grootte van 10 à 15%. Gaat men uit van de voor de berekening van de kkp-koers veel gebruikte export- of consumptieprijsindex als de meest geschikte index voor het vaststellen van de kkp-koers, dan lijkt de conclusie gewettigd dat de nominale koersontwikkeling van de gulden zodanig fors is geweest, dat daardoor de koopkracht van de gulden vanuit het gezichtspunt van de buitenlandse importeur in de beschouwde periode inderdaad geleidelijk is uitgehald.

Indien deze gedachtengang juist is, kan niet worden uitgesloten dat verschillende ontwikkelingen in de reële sfeer, zoals die zich de afgelopen jaren hebben voorgedaan (de relatieve verslechtering van het concurrentievermogen van het Nederlandse bedrijfsleven, de relatieve toename van de invoerpenetratie, de verslechtering van de toeristenbalans en het sinds een aantal jaren voortdurend sterk negatieve saldo der directe investeringen) wellicht als arbitrage-mechanismen kunnen worden opgevat t.g.v. deze duurzame afwijking tussen het feitelijke koersniveau van de gulden en dat op basis van koopkrachtpariteit. Weliswaar zijn er aanwijzingen dat deze aanpassingen zodanig zijn dat de reële appreciatie op basis van exportprijzen onlangs enigszins lijkt te zijn afgenomen (zie figuur 3). Dit neemt niet weg, dat op basis van alle prijsindices nog steeds sprake is van een zekere mate van overwaardering. Dit zou kunnen betekenen dat er tevens redenen bestaan om te twijfelen aan de juistheid van de gedachtengang, waarop het huidige wisselkoersbeleid is gebaseerd, nl. die van het bestaan van koopkrachtpariteit op middellange termijn. Juist in de specifieke situatie waarin ons land dank zij het aardgas verkeert, lijkt immers aan deze voorwaarde, ook op middellange termijn, niet te zijn voldaan. In dat geval bestaat er aanleiding voor een op koersmatiging gericht beleid.

Figuur 3. De ontwikkeling van de reële effectieve koers van de gulden gedurende de periode januari 1973-januari 1978 (niveau januari 1973 = 1)



(Zie voor betekenis symbolen figuur 1.)
Bronnen: VN, *Yearbook of international trade statistics 1965-1966*; Bureau voor de Statistiek der EG, *Algemene Statistiek/Maandstatistiek*, diverse jg.; IMF, *International Financial Statistics*, diverse jg.; AMRO Bank, *Economisch kwartaaloverzicht van de AMRO Bank NV*, nr. 41; DNB, *Kwartalbericht*, diverse nummers.

Samenvatting en conclusie

Veelal wordt verondersteld dat de koersbeweging van een valuta op lange termijn tendert naar z.g. koopkrachtpariteitskoers van die valuta en andersom. Dit houdt in dat de koersbeweging op de lange termijn zodanig is dat hierdoor relatieve prijsverschillen tussen landen worden gecompenseerd, of omgekeerd, dat een specifiek wisselkoersbeleid op

den duur een zodanige invloed zal uitoefenen op het niveau van de binnenlandse prijzen, dat koers- en prijsontwikkeling elkaar compenseren. Nu is dit uitgangspunt weliswaar ruw, omdat wordt geabstraheerd van de invloed van het kapitaalverkeer en van speculatieve valutatransacties op de hoogte van de wisselkoers, maar over het algemeen wordt dit uitgangspunt wel bruikbaar geacht.

Aanvaardt men het uitgangspunt dat de feitelijke koers en de koopkrachtpariteitskoers op de lange termijn naar elkaar toe bewegen, dan impliceert dat, dat verschillen tussen de feitelijke koers en koopkrachtpariteitskoers, welke worden aangeduid met de term reële koersbeweging en welke bij een reële appreciatie tot verslechtering en bij een reële depreciatie tot een verbetering van het concurrentievermogen leiden, zich slechts tijdelijk kunnen voordoen. Enerzijds betekent dit dat een relatief hoge binnenlandse inflatie vroeg of laat tot een koersaanpassing moet leiden en anderzijds, dat een wisselkoersbeleid dat gericht is op b.v. een hoog koersniveau van een valuta, weliswaar tijdelijk, d.w.z. wanneer de hoge koers niet snel genoeg leidt tot een neerwaartse aanpassing van het binnenlandse relatieve prijsniveau, kan leiden tot een verslechtering van het concurrentievermogen van het betrokken land. Dit nadelige effect is van tijdelijke aard omdat op wat langere termijn de binnenlandse prijsontwikkeling de gewenste koersontwikkeling zal compenseren. Het thans gevoerde wisselkoersbeleid, dat is gericht op het afstemmen van de koers van de gulden op die van de Duitse mark en derhalve op het, via het koopkrachtpariteitsmechanisme, terugdringen van de binnenlandse relatieve prijsontwikkeling, is in wezen op de gedachtengang van het bestaan van koopkrachtpariteit gebaseerd.

De vraag is echter of de veronderstelling van koopkrachtpariteit op middellange termijn voor de specifieke situatie waarin ons land zich vanaf de jaren zestig bevindt — die van een aardgaseconomie — opgaat. Niet ondenkbaar is dat de ontdekking, exploitatie en export van het aardgas invloed hebben gehad op de wisselkoers, welke los staat van de relatieve prijsontwikkeling in de (niet-aardgas)economie. Afgezien van technische problemen bij de vaststelling van de juiste omvang van de koopkrachtpariteitskoers wekken enkele eenvoudige berekeningen van de reële koersontwikkeling van de gulden de indruk, dat de feitelijke koersontwikkeling van de gulden inderdaad duurzaam die van de koopkrachtpariteitskoers te boven is gegaan. Men denke hierbij aan een percentage in de orde van grootte van 5 à 10 over de periode 1973-1979. Dit betekent dat de gulden in de jaren (zestig en) zeventig de neiging heeft gehad om reëel effectief te appreciëren.

Indien deze bevindingen juist zijn, wekt dat de indruk dat een aantal ontwikkelingen in de reële sfeer, in het bijzonder de verslechtering van het concurrentievermogen, de toename van de invoerpenetratie, de ontwikkelingen in het reisverkeer en wellicht die t.a.v. het saldo van de directe investeringen, niet los kunnen worden gezien van het op het bestaan van koopkrachtpariteit gebaseerde wisselkoersbeleid, zoals dat in de jaren zeventig is gevoerd. Dit roept tevens de vraag op of het niet zinvol zou zijn een meer op koersmatiging van de gulden gericht beleid te voeren dan thans het geval is.

S. Brakman
C. J. Jepma

23) Zie b.v. De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag over het jaar 1976, 1977, 1978*, resp. blz. 101, blz. 95, blz. 101. Volgens deze berekening is de reële effectieve appreciatie van de gulden (basisjaar 1973, industriële groothandelsprijsindex) de afgelopen 6 jaren slechts 3% geweest. Maandelijks berekeningen van de omvang van de reële effectieve appreciatie van een reeks van valuta's op basis van verschillende prijsindices treft men sinds oktober 1978 aan in *International Financial Statistics* van het IMF in de tabel „Cost and price comparisons for fg. (prijsspeil BNP, groothandel- en export-„unit-values”) en tevens in Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets* (met behulp van industriële groothandelsprijzen).