



## Gaat de euro ten onder?

**Auteur(s):**

Lie, K.S.

Marini, G.M.

Werkzaam bij Economisch Bureau ABN Amro. Met dank aan Han de Jong voor commentaar.

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4208, pagina 456, 11 juni 1999

**Rubriek:**

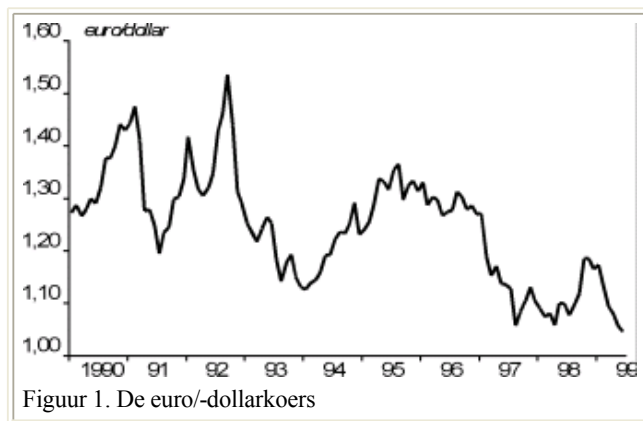
Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten

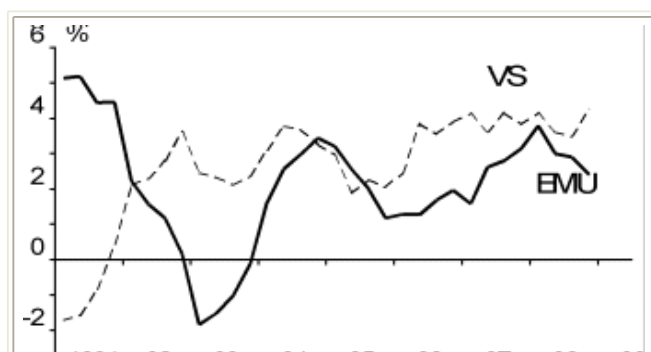
*"Euro maakt vliegende start op eerste handelsdag" kopte het Financieele Dagblad op 5 januari. Sindsdien is de euro met meer dan 12% gedeprimeerd tegenover de dollar. Hoe komt dit en moeten we ons hier zorgen om maken?*

De euro heeft sinds de start van de EMU een vrijwel constant dalende trend laten zien. Gedurende het afgelopen half jaar is de nieuwe Europese munt met meer dan 12% gedeprimeerd ten opzichte van de dollar. Met behulp van een zogenaamde 'synthetische euro' zien we zelfs dat de euro nog niet eerder in de jaren negentig zo laag heeft gestaan tegenover de dollar (figuur 1). Dit heeft tot veel zorgen over de toekomst van de Europese munt geleid. Voor dit verloop van de euro/dollarkoers is een aantal oorzaken aan te wijzen.



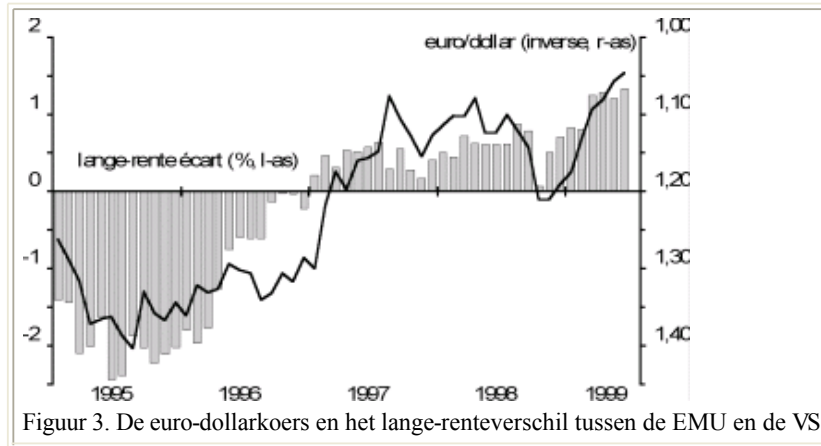
### Verschillen in economische groei

Op korte termijn hebben verwachte relatieve groeiontwikkelingen een zeer belangrijke invloed op de wisselkoers. Een versnelling van de groei wakkert de verwachting van een korte-renteverhoging aan en heeft zo ook een opwaartse invloed op de lange rente, en daarmee op verwachtingen omtrent bewegingen in de rente-écarts. Als we kijken naar de groei in de VS en de eurozone dan zien we dat deze in de VS vanaf 1991 gemiddeld 0,5% hoger lag dan in de eurozone (figuur 2). Maar nog belangrijker is dat de groeivoorzichten voor dit jaar ook in het voordeel van de vs werken. In december 1998 raamde de OESO een vertraging van de groei in de VS tot 1,5% tegen 2,5% in de eurozone. Samen met de onrust op de financiële markten in de zomer van 1998, leidde dit tot een appreciatie van de Europese munten ten opzichte van de dollar. Enkele maanden later veranderde dit beeld abrupt en raamde de oeso een groei van 3,6% voor de VS en een magere 2% voor Europa. Dit markeerde het begin van een omslag in de koersontwikkeling. Daar waar de vs telkens hoger dan verwachte groeicijfers laat zien, heeft Europa te maken met afnemende vertrouwensindicatoren en hebben de meeste overheden hun groeiramingen voor dit jaar de afgelopen maanden neerwaarts aangepast. De sterke dollar geeft voor een groot deel deze kracht van de Amerikaanse economie weer.



### Renteverschillen

Wanneer de Amerikaanse lange rente zich boven de gemiddelde Europese lange rente bevindt, maakt dat Amerikaanse obligaties relatief aantrekkelijk. In [figuur 3](#) hebben we het rente-écart tussen de Amerikaanse en de (geconstrueerde) gemiddelde lange rente voor de EMU naast het verloop van de euro/dollarkoers gezet. Hieruit blijkt duidelijk dat bij een toenemend écart de vraag naar een bepaalde munt toeneemt. Dat het écart vanaf het begin van de EMU is opgelopen van 83 naar meer dan 150 basispunten spreekt duidelijk in het voordeel van de dollar.



Korte-renteverschillen spelen een minder belangrijke rol, omdat verwachtingen hier minder belangrijk zijn vanwege de dominante invloed van de centrale bank.

### Kosovo-crisis

Een vaak gehoord argument voor de zwakte van de euro is de Kosovo-crisis. Beleggers zouden, net als bij eerdere crises, "in de dollar vluchten". Alhoewel wij van mening zijn dat politieke ontwikkelingen een versterkende werking kunnen hebben op de richting van een wisselkoers, betwijfelen wij ten zeerste of het ook een verandering in de trend kan veroorzaken.

### Politici versus centrale bankiers

Veel belangrijker is het constante gekibbel tussen politici en centrale bankiers. Illustratief waren de oproepen van de voormalig Duitse minister van Financiën Lafontaine de rente te verlagen. Ecb-president Duisenberg heeft deze kritiek weten te doorstaan, maar heeft daardoor een mogelijke renteverlaging wellicht moeten vertragen. Een en ander heeft het vertrouwen aangetast. Sinds de renteverlaging begin april is de lange rente fors gestegen en de yieldcurve versteild: een veeg teken. Ook de recente goedkeuring van de ministers van Financiën om Italië een hoger begrotingstekort toe te staan, heeft de euro geen goed gedaan.

### Communicatie van de ECB

Hierop aansluitend, hebben uitspraken van centrale bankiers over de hoogte van de wisselkoers ook een rol gespeeld bij de daling van de munt. Tot op heden is van echte verbale steun voor de euro geen sprake. Desalniettemin heeft men meermaals laten weten dat het wel vervelend zou zijn als de euro nog verder zou wegzakken. Al te nadrukkelijke verklaringen hierover kunnen evenwel gevaarlijk zijn. De ECB heeft geen formele wisselkoersdoelstelling en verbale interventies kunnen haar in een lastige situatie brengen.

### Euro carry trades

Een andere factor die mogelijk een rol heeft gespeeld bij de daling van de euro zijn euro carry trades. De vergroting van het rente-écart tussen de VS en de eurozone zou er toe hebben geleid dat er op grote schaal euro's zijn geleend tegen een lage rente en deze in de VS zijn belegd tegen een hoge rente, wat voor een deel de kapitaalstroom richting de VS zou verklaren. Dit zou eveneens duidelijkheid verschaffen omtrent het feit dat de kredietverlening aan het Europese bedrijfsleven recentelijk enorm is toegenomen, terwijl dit niet gebruikt is voor investeringen of om bedrijfskassen aan te vullen<sup>1</sup>. DNB-president Wellink zei tijdens de presentatie van het jaarverslag dat hij geen aanwijzingen had dat dit ook echt gebeurde. De Bank voor Internationale Betalingen heeft er echter op gewezen dat het moeilijk uit data valt af te leiden omdat er vele manieren zijn om een carry trade uit te voeren<sup>2</sup>.

### Reserves bij centrale banken

Vorig jaar heeft een aantal centrale banken, vooral in Azië, laten weten een deel van hun reserves om te zetten in euro's<sup>3</sup>. Dit zou een structureel positief effect op de koers van de euro moeten hebben. Tijdens de jaarvergadering van de Asian Development Bank, begin mei, hebben centrale bankiers van enkele Aziatische landen echter laten weten te wachten met de omzetting van reserves tot het moment dat de euro, in hun ogen, een dieptepunt heeft bereikt. Daarnaast zullen die centrale banken die wel begin januari euro's hebben aangekocht, deze in de afgelopen maanden weer kunnen hebben verkocht om zo een van een verder koersverlies gespaard te blijven.

### Onevenwichtige instapkoersen

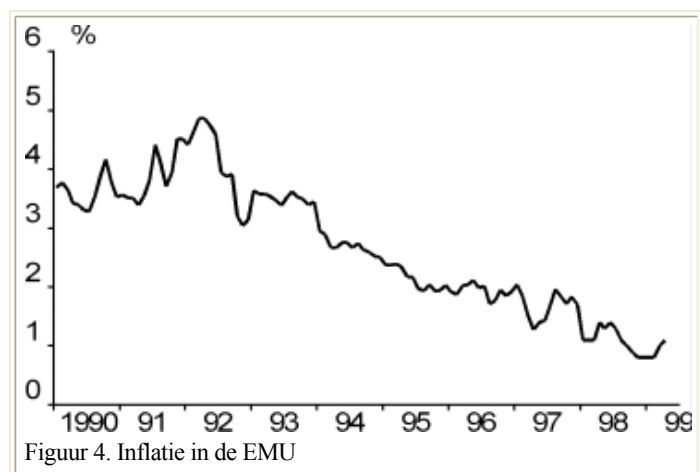
Een laatste, niet veel gehoord argument, is dat de bilaterale koersen waarmee de lidstaten de EMU zijn ingestapt, onevenwichtig zouden zijn geweest. We bedoelen dan met name een overwaardering van de Duitse mark<sup>4</sup>. Dit zou een van de oorzaken kunnen zijn van de dalende uitvoer en de kwakkelende economische groei in Duitsland. Waar dit vroeger opgelost kon worden door devaluatie, moet Duitsland nu de arbeidskosten verlagen.

### Is het een probleem?

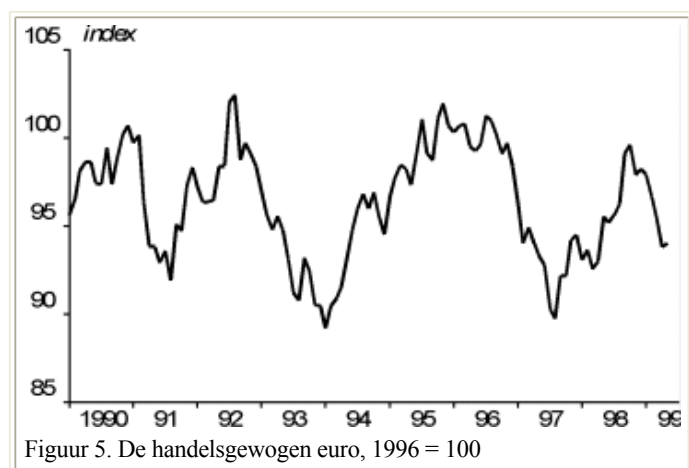
Moeten we ons zorgen maken over de zwakte van de euro? Het antwoord op deze vraag kent zowel een economische als een politieke invalshoek.

#### *Economisch perspectief*

Er kan onderscheid worden gemaakt tussen de interne en de externe waarde van een munt. De interne waarde van de euro wordt bepaald door inflatie in Europa: hoe hoger de inflatie hoe minder goederen we kunnen kopen voor hetzelfde bedrag. Vanuit dit oogpunt is er nauwelijks sprake van een dalende euro. De gemiddelde inflatie in de eerste vier maanden van 1999 bedroeg slechts 0,9% ten opzichte van vorig jaar, laag vergeleken met het gemiddelde niveau van dit decennium (figuur 4). De wisselkoers kan een indirecte invloed hebben op de interne waarde van een munt: als de euro in waarde daalt, stijgen de prijzen van invoergoederen, wat een opwaartse druk op consumentenprijzen kan veroorzaken. In de huidige situatie is het risico dat inflatie 'ingevoerd' wordt echter vrij klein. Ten eerste is het effect van hogere invoerprijzen op inflatie niet zo groot omdat het aandeel van de invoer in het bbp in de EMU beperkt is (10,8% volgens de OESO). Ten tweede werkt de stijging van invoerprijzen minder door in consumentenprijzen, omdat bedrijven hun prijzen niet goed kunnen verhogen vanwege de zwakke binnenlandse vraag en toenemende buitenlandse concurrentie. Wat de interne waarde van de euro betreft, is er dus nog weinig reden tot bezorgdheid.



De externe waarde van een munt wordt bepaald door de wisselkoers. Alhoewel de euro ten opzichte van de dollar met meer dan 12% in waarde is gedaald sinds het begin van dit jaar, krijgen we een heel ander beeld als we de handelsgewogen wisselkoers berekenen op basis van de belangrijkste handelspartners van de EMU-landen. Uit figuur 5 blijkt dat de handelsgewogen euro ongeveer in het midden van zijn range van het afgelopen decennium zit, maar wel degelijk is gedaald sinds begin 1999. Bedenk daarbij dat de EMU als geheel momenteel een zwakke conjuncturele fase doormaakt. Onder deze omstandigheden is een verzwakking van de externe waarde van de munt een natuurlijke en gewenste ontwikkeling. Dit zal de concurrentiepositie van de EMU-landen versterken.



De daling van de externe waarde, gecombineerd met de stabiele interne waarde, is eigenlijk een ideale ontwikkeling voor Europa: de concurrentiepositie verbetert zonder het gebruikelijke gevaar voor inflatie. Bovendien denken wij dat met name conjuncturele factoren de huidige waarde van de euro bepalen, alhoewel er zeker structurele redenen ten grondslag liggen aan de zwakte van de euro. Vanuit economisch perspectief kunnen wij dus concluderen dat de huidige waarde van de euro geen probleem is.

#### *Politiek perspectief*

Vanuit politieke invalshoek is de daling van de euro bezwaarlijker. Als de euro een internationale sleutelmunt wil worden, moet hij het vertrouwen van de financiële markten winnen. Het risico is dat door een slecht begin het langer zal duren voordat de euro zijn geloofwaardigheid heeft opgebouwd. Dat kan de steun van de bevolking en van politici voor het EMU-project ondermijnen. Toch kan men dit soort instabiliteit en onzekerheid verwachten van een pasgeboren munt. Op de middellange- en lange-termijn zal de euro meer waarde krijgen als gevolg van een omslag van de conjunctuur in de eurozone.

## Reacties van de ECB

Een van de mogelijke reacties van de ECB op het huidige koersverloop is interveniëren op de valutamarkt om zo de euro te ondersteunen. Geruchten dat er reeds geïntervenieerd is werden door de ECB in eerste instantie ontkend, maar op een persconferentie begin juni, zei Duisenberg alleen commentaar over interventies te geven "als dat nodig is". De geruchten kwamen er nadat de deviezenreserves van de ECB met 2,8 mrd euro waren afgenomen. Volgens Duisenberg waren deze bewegingen echter "heel normaal" en zouden ze te maken kunnen hebben met de aankoop "van militaire wapens door regeringen".

Onze inschatting is dat de kans dat de ECB geïntervenieerd heeft, klein is. Allereerst kent de ECB geen wisselkoersdoelstelling, doch slechts een geldgroei-doelstelling. De groei van M3 heeft de afgelopen maanden weliswaar licht boven de referentiewaarde van 4½% bewogen, maar er zijn geen inflatoire tendensen waarneembaar. Zolang deze er niet zijn, verwachten wij geen interventie. Ingrijpen op de valutamarkt kan voor de ECB om verschillende redenen een hachelijke zaak zijn. Het wapenarsenaal van de ECB is beperkt en als de wisselkoers feitelijk tot expliciete doelstelling wordt verheven, dreigt er al snel een situatie waarin de verschillende doelstellingen conflicteren. Een andere overweging is hoe succesvol interventies zouden zijn. Het is denkbaar dat een actie van de ECB tot een reactie in de markt leidt, waarbij de ECB het onderspit zou delven. Dit zou, een half jaar na de introductie van de euro, de geloofwaardigheid van de ECB en de stabiliteit van de euro danig kunnen beschadigen. Tenslotte heeft hoofdeconoom Issing van de ECB laten weten dat "interventie, in veel gevallen, het tegenovergestelde resultaat heeft dan wat oorspronkelijk beoogd wordt". Derhalve betwijfelen wij of de ECB de komende maanden zal interveniëren. Veel eerder zal men proberen de euro omhoog te praten en druk te blijven uitoefenen op de politieke beleidsmakers de economie structureel te hervormen.

## Conclusie

De euro mag dan meer dan 12% gedeprecieerd zijn ten opzichte van de dollar, de handelsgewogen euro daalde slechts met 6,5%, wat gezien de zwakke economische groei en de kracht van de Amerikaanse economie, niet meer dan normaal is. Fundamenteel is er niets mis met de euro en we hoeven ons dan ook geen zorgen te maken. De lage koers van de euro heeft een positieve werking op de Europese uitvoer en daarmee de economische groei. De euro zal, met het aantrekken van de economische groei in Euroland, zeker omhoog meeliften

---

1 In het *Jaarverslag 1998* van DNB wordt genoemd dat "De Nederlandse banken (...) de kredietverlening sterk hebben uitgebreid (bedrijfskredieten: +15,6%)". Zij noemt deze ontwikkeling "opvallend omdat de investeringsactiviteit (...) veel minder is toegenomen" (blz. 119). Ook de ECB wijst in haar *Maandbericht* van mei op de "snelle stijging van de kredietverlening aan de particuliere sector" (blz. 10).

2 Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, maart 1999, blz. 33-37.

3 De Nederlandsche Bank raamt in het *Jaarverslag 1998* de omvang van de door niet-EMU-landen aangehouden euro reserves bij de start van de EMU op \$ 200 mrd, vergeleken met \$ 800 mrd aan dollarreserves (blz. 63).

4 Martin Wolf, German handicap, in *Financial Times*, 31 maart 1999.