

Gevolgen van een val van de dollar voor de wereldeconomie

Auteur(s):

A.C.J. Stokman en C.A. Ullersma

De auteurs zijn verbonden aan de divisie wetenschappelijk onderzoek respectievelijk monetair en economisch beleid van De Nederlandsche Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. A.C.J.Stokman@dnb.nl

Verschenen in:

ESB, 90e jaargang, nr. 4454, pagina 76, 25 februari 2005

Rubriek:

Dollar

Trefwoord(en):

De dollarkoers staat onder druk door onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie. Een daling van de dollarkoers van 10% zal de wereldeconomie nauwelijks schaden. Een scenario waarin de dollarkoers 20% daalt en de beurskoersen in dit kielzog meegaan, leidt tot een flinke mondiale groeivertraging.

De forse waardedaling van de dollar ten opzichte van de euro in de afgelopen twee jaar heeft niet kunnen verhinderen dat het tekort op de Amerikaanse lopende rekening verder is opgelopen tot een niveau, dat in de afgelopen honderd jaar niet eerder is vertoond. Deze onevenwichtigheid kan leiden tot een verdere daling van de dollar. De vraag is wat dit betekent voor de mondiale economie.

In dit artikel simuleren we aan de hand van het macro-economische meerlandenmodel van De Nederlandsche Bank, EUROMON, de gevolgen van een depreciërende dollar voor de wereldeconomie. We richten ons in de eerste plaats op de betekenis van de dollar voor het internationale goederen- en dienstenverkeer. Daarna nemen we twee varianten onder de loep. In de eerste variant daalt de dollar met 10%. In de tweede variant daalt de dollar met 20% en wordt ook verondersteld dat de beurskoersen flink dalen.

Achtergronden

De Amerikaanse dollar is in twee jaar tijd een kwart minder waard geworden ten opzichte van de euro. Deze daling valt mee als we er rekening mee houden dat de euro twee jaar geleden op een dieptepunt zat. De Amerikaanse munt is ten opzichte van de EMU-landen 10% zwakker dan het gemiddelde in de periode 1980-2000. Voor een beoordeling van het Amerikaanse concurrentievermogen is de beste maatstaf de reële effectieve wisselkoers van de dollar, dat wil zeggen de met de handelsgewichten gewogen wisselkoers van de dollar ten opzichte van de handelspartners, gecorrigeerd voor inflatieverschillen. Zo gemeten ligt de waarde van de dollar nu slechts 4% onder het gemiddelde niveau in de periode 1980-2000.

De dollar is verzwakt doordat de Verenigde Staten jarenlang meer hebben besteed dan geproduceerd. Dit komt naar voren in het omvangrijke tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van bijna zes procent van het bruto binnenlandse product (bbp). In een wereld met vrij kapitaalverkeer kunnen landen langdurig tekorten op de lopende rekening financieren. Omdat de dollar een sleutelvaluta is, hebben de VS hier nog minder problemen mee dan andere landen. Desondanks is het tekort erg hoog, omdat de totale Amerikaanse buitenlandse schuld steeds hoger wordt in verhouding tot de productie. In reactie hierop kunnen internationale beleggers op termijn een lagere dollarkoers en een hogere rente op Amerikaanse schulden gaan verlangen. Het Internationale Monetaire Fonds heeft berekend dat de VS zich een tekort op de lopende rekening zouden kunnen permitteren in de orde van drie procent van het bbp. Gezien de toename van de productiviteit en de bevolking, die beide harder groeien dan in Europa, zou een halvering van het tekort op de lopende rekening voldoende zijn om de netto externe schuld van de VS te stabiliseren op 50% van het bbp.

Aanpassing van de Amerikaanse onevenwichtigheden vraagt om relatief minder bestedingen in verhouding tot de binnenlandse productie.¹ Een reductie van het Amerikaanse overheidstekort is een voor de hand liggende maatregel om de nationale besparingen te stimuleren, maar de omvang van het lopende-rekeningtekort betekent dat ook de particuliere sector een bijdrage zal moeten leveren. Zolang de productiviteitsgroei intact blijft, hoeven de reële particuliere bestedingen niet persé te dalen. Het is toereikend als de groei van de binnenlandse vraag achterblijft bij die van het aanbod. Daarnaast zou het helpen als de vraag naar Amerikaanse goederen en diensten uit de rest van de wereld toeneemt. Dat kan door aanhoudende expansie in China en India en door meer binnenlandse dynamiek in Japan en Europa. Een waardevermindering van de dollar kan ook een bijdrage leveren aan meer internationale vraag naar Amerikaanse producten.

Gevolgen van een dollardaling

Veel landen in Azië en Latijns-Amerika hebben hun munten gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Sommige landen hebben hun wisselkoers ten opzichte van de dollar gefixeerd. Andere landen hanteren een meer flexibele koppeling. Volgens enkele waarnemers is er een nieuw Bretton Woods-stelsel ontstaan, naar analogie van het stelsel van vaste, doch aanpasbare wisselkoersen dat de Westerse landen na de Tweede Wereldoorlog kenden (Dooley et al., 2003). Veel landen die hun munt hebben gekoppeld aan de dollar, ondervinden de gevolgen van een ondergewaardeerde munt. Deze landen, zoals China, kunnen jaar op jaar een hoge exportgedreven economische groei realiseren. Deze hoge groei gaat met omvangrijke investeringen en hoge productiviteitsgroei gepaard. Dit beleid draagt bij aan het in stand houden van mondiaal onevenwichtige betalingsbalansposities. Bovendien worden de Chinese exporten verder gestimuleerd in een oververhit rakende economie. Landen met een flexibele wisselkoers hebben te maken met een verslechterde concurrentiepositie, maar kunnen ook profiteren van goedkopere producten uit de VS, China en andere landen met een aan de dollar gekoppelde wisselkoers.

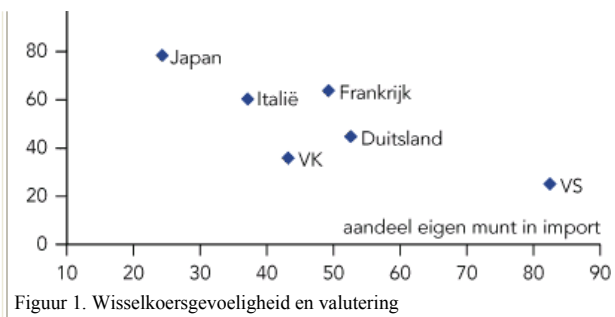
Kapitaalverkeer

De wederzijdse afhankelijkheid van economieën loopt niet alleen via de internationale handel in goederen en diensten, maar ook via het internationale kapitaalverkeer en de buitenlandse directe investeringen. Zo blijkt uit een studie van Jansen en Stokman (2004) dat de sterke groei in de directe investeringen in belangrijke mate heeft bijgedragen aan de toegenomen synchroniteit van de conjunctuur in westerse landen. Directe investeringen stellen bedrijven bovendien in staat om zich tegen de nadelige gevolgen van grote wisselkoersbewegingen af te schermen. Wanneer een bedrijf veel bezittingen heeft die in dollars luiden, moet het daarop afschrijven. Ter indicatie: de koersdaling van de dollar met ongeveer twintig procent ten opzichte van de euro in 2003 heeft het Nederlandse bedrijfsleven circa vier miljard euro gekost (DNB, 2004).

Gedrag van ondernemingen

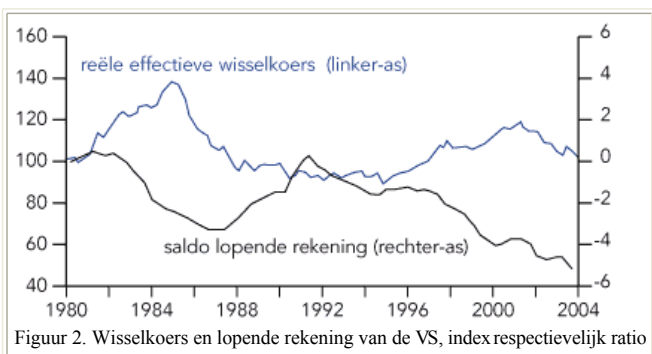
Internationaal onderzoek wijst uit dat de invloed van de wisselkoers op prijzen en inflatie tegenwoordig kleiner is dan twintig jaar geleden. Ook in het eurogebied is deze zogenoemde *exchange rate pass-through* afgenomen. Voor een deel is dit het gevolg van de wereldwijd toegenomen concurrentie en markttransparantie, waardoor het doorbelasten van wisselkoersmutaties in de buitenlandse afzetprijzen grotere gevolgen heeft voor het marktaandeel. Onder zulke omstandigheden zijn exporteurs geneigd hun prijzen af te stemmen op de lokale buitenlandse markt (*pricing-to-market*), zeker als het om de grote Amerikaanse markt gaat. Wisselkoersschommelingen worden opgevangen door aanpassing van de winstmarges of worden afgedekt met financiële instrumenten als *futures*, *swaps* of optiecontracten. Het financiële instrumentarium is de afgelopen vijftien jaar stormachtig gegroeid en de hiermee gemoeide kosten zijn sterk gedaald.

Voor een ander deel hangt de teruggelopen wisselkoerstransmissie in de prijzen samen met de veranderende samenstelling van de importen van veel landen. Het aandeel van grondstoffen met een hoge *exchange rate pass-through* is in de afgelopen decennia sterk teruggelopen ten gunste van fabrikaten met een lagere *pass-through*. [figuur 1](#)



Figuur 1 laat zien dat de Amerikaanse invoerprijzen veel minder gevoelig zijn voor wisselkoersveranderingen dan bijvoorbeeld de Japanse invoerprijzen (y-as). Dit houdt verband met de sterke oriëntatie van de Japanse handel op de VS, wat we ook weerspiegeld zien in de valutapraktijk van deze landen (x-as). Terwijl de Amerikaanse importen voor ruim tachtig procent in dollars zijn gefactureerd - en daarmee vanuit het Amerikaanse perspectief een natuurlijke bescherming bieden tegen wisselkoersfluctuaties - luidt slechts 25 procent van de Japanse invoer in yens. Europese landen nemen gemiddeld genomen een tussenpositie in tussen deze twee uitersten. Dit betekent dat niet-Amerikaanse bedrijven hun prijzen in sterke mate aanpassen aan die in de VS en derhalve het dollarrisico voor eigen rekening nemen om geen marktverlies te hoeven lijden.²

Uit onderzoek blijkt dat tweederde van de grote Nederlandse bedrijven een waardevermindering van de dollar niet doorberekent in de prijzen (zie tekstkader op blz. 78). [figuur 2](#)



Aan *profit squeezing* zijn wel grenzen verbonden. Zo zouden buitenlandse exporteurs bij een voortgaande waardevermindering van de dollar uiteindelijk gedwongen kunnen worden de Amerikaanse prijzen los te laten. Door pricing-to-market gedrag kunnen aanpassingen op de lopende rekening op korte termijn daarom trager verlopen, maar zullen deze zich bij structurele wisselkoersaanpassingen op den duur wel voltrekken.

Macro-economische scenario's

Het is mogelijk dat het terugdringen van het Amerikaanse lopende-rekeningtekort gepaard zal gaan met een verdere daling van de dollarkoers. In dit verband is illustratief dat de lopende rekening van de VS in de jaren tachtig pas verbeterde nadat de dollar twee à drie keer zoveel in waarde was gedaald ten opzichte van de piek als de daling die sinds 2002 is opgetreden (figuur 2). Om een idee te geven van de gevolgen voor de wereldeconomie van een verdere waardevermindering van de dollar hebben we twee scenario's doorgerekend met EUROMON. [figuur 2](#)

Kalm scenario

In een kalm scenario wordt verondersteld dat de handelsgewogen dollar structureel met 10% deprecieert vanaf het huidige wisselkoersniveau. Een dergelijke beperkte verdere daling van de dollarkoers is goed voorstelbaar als de Amerikaanse regering geleidelijk het overheidstekort terugdringt en plannen door het Congres loodst die de pensioen- en ziektekostenverzekeringen op langere termijn houdbaar maken. Hierbij zullen de netto-besparingen van Amerikaanse particulieren aantrekken om de bezuinigingen op de sociale zekerheid op te vangen. Bovendien zijn deze besparingen een uitvloeisel van het geleidelijk wegvallen van de monetaire stimulans die uitgaat van zeer lage rentetarieven.

De resultaten van de simulaties staan vermeld in tabel 1 (linkerdeel). Alle cijfers zijn uitgedrukt als procentuele afwijkingen van een basispad (tenzij anders vermeld), met cumulatieve effecten na twee jaar en na vier jaar. Als gevolg van een verbetering van de concurrentiepositie van de VS komt de Amerikaanse uitvoer in vier jaar tijd 4,1% hoger uit en de invoer 2,3% lager dan in het basispad. Hoewel buitenlandse aanbieders de wisselkoersverandering voor een deel opvangen in hun winstmarge, verhogen ze ook hun prijzen in dollars met in totaal 4,7% in vier jaar. Grofweg loopt de verandering van de effectieve wisselkoers van de dollar voor de helft in hogere invoerprijzen. De hogere inflatie die het gevolg hiervan is, leidt tot een verhoging van de rente door de Federal Reserve. Daarom ebt het positieve effect op de bestedingen geleidelijk weg. De zwakkere dollar leidt tot enige verbetering van de lopende-rekeningpositie in de VS met een 0,5% bbp.

Buiten de VS zijn de gevolgen kleiner van omvang. Als voorbeeld presenteren we de gevolgen voor het eurogebied. De koersdaling van de dollar leidt tot een beperkte stijging van de effectieve wisselkoers met 2,4%. Bovendien passen Europese bedrijven de prijzen voor hun uitvoer naar de VS aan die van de Amerikaanse concurrenten aan. Dit gaat ten koste van de winstmarges. De uitvoer neemt onder deze omstandigheden licht af, en de invoer iets toe. De neerwaartse invloed op de inflatie van lagere invoerprijzen leidt tot een soepeler Europees monetair beleid. Dit werkt door in een lagere kapitaalmarktrente, waardoor de bedrijfsinvesteringen en de investeringen in de woningbouw toenemen. Onder invloed van hogere besteedbare inkomens dankzij de ruilvoetverbetering komt ook de consumptie hoger uit. Tegenover de verbetering van de lopende rekening positie in de VS staat een bescheiden achteruitgang in Europa. Dankzij de goedkopere invoer van grondstoffen en olie blijft de daling van het lopende-rekeningsaldo in Europa beperkt. [figuur 4](#)

Tabel 1. Gevolgen van een effectieve depreciatie dollar in twee scenario's^a

	effectieve depreciatie dollar met 10%				effectieve depreciatie dollar met 20%, twee jaar daling aandelenkoersen 25%, verhoging risicopremie externe financiering 1 procentpunt.			
	VS		eurogebied		VS		eurogebied	
	2 jaar	4 jaar	2 jaar	4 jaar	2 jaar	4 jaar	2 jaar	4 jaar
volumen								
- bbp	0,5	0,6	-0,1	0,2	-0,9	-1,6	-1,3	-1,1
- consumptie	-0,1	-0,5	0,2	0,5	-1,9	-4,0	-0,1	0,2
- export	2,6	4,1	-0,3	-0,1	5,1	6,8	-1,3	-2,7
- import	-0,4	-2,3	0,2	0,6	-3,4	-9,8	-0,5	-1,4
prijzen								
- particuliere consumptie	0,1	1,1	-0,6	-2,0	0,1	1,5	-1,3	-4,9
- uitvoer	2,3	3,9	-0,6	-1,3	4,5	7,8	-1,3	-3,1
- invoer	2,4	4,7	-2,4	-2,9	4,7	9,3	-5,4	-6,2
overig								
- overig	0,2	0,5	0,1	0,0	0,4	0,4	0,5	0,0

- werkloosheidsvoet	0,3	0,5	0,1	-0,2	- werkloosheidsvoet	0,4	0,6	0,3	0,0
- saldo lopende rekening (percentage van het bbp) ^b	0,3	0,5	0,1	-0,2	- saldo lopende rekening (percentage van het bbp) ^b	0,8	1,6	0,1	-0,4
- korte rente ^b	0,5	1,2	-0,8	-1,0	- korte rente ^b	-0,5	0,3	-1,2	-2,2
- nominale effectieve wisselkoers	-10,0	-10,0	2,4	2,4	- nominale effectieve wisselkoers	-21,2	-21,5	5,1	4,9

a. Cumulatief effect ten opzichte van basispad, uitgedrukt in procenten.

b. Uitgedrukt in procentpunten.

Figuur 4. Gevolgen van een effectieve depreciatie dollar in twee scenario's

Prijzetzingsgedrag Nederlandse bedrijven ten aanzien van de dollar

De dollar is in de Nederlandse buitenlandse handel verreweg de belangrijkste buitenlandse valuta waarin wordt gefactureerd: ruim twintig procent van onze uitvoer en dertig procent van onze invoer luidt in dollars.

Hoe gaan Nederlandse ondernemers met dollarkoersveranderingen om? In hoeverre berekenen ze deze door in de verkoopprijs van hun producten? Uit een in mei vorig jaar gehouden DNB-enquête onder het Nederlandse bedrijfsleven komt naar voren dat tweederde van de grote ondernemingen (honderd werknemers of meer) een waardevermindering van de dollar niet doorberekent (Hoerberichts & Stokman, 2005).³ Het grootbedrijf dekt wisselkoersrisico af (zegt 44%) of heeft een natural hedge van dollarvorderingen en -schulden (10%). Circa veertien procent van de grote ondernemingen gaat ervan uit dat de dollar 'morgen' weer in waarde kan stijgen (zie figuur 3). Eenderde van de grote bedrijven berekent een dollardepreciatie wel door in de productprijs, maar doet dit bij grote wisselkoersschommelingen gespreid. Het internationaal actieve deel van het midden- en kleinbedrijf (MKB) dekt zijn dollarpositie veel minder vaak af op de financiële markten. Het MKB neemt vaker een open dollarpositie in en rekent vaker wisselkoersveranderingen door in de prijzen. Nemen we alle ondervraagde bedrijven samen, dan berekent ruwweg veertig procent van de ondervraagde ondernemingen een dollardepreciatie door in zijn verkoopprijs. Dit percentage komt aardig overeen met die gevonden in andere studies voor het eurogebied (Anderton, 2003).

Het bovenstaande betekent dat de invloed van dollarbewegingen op de Nederlandse reële economie via het handelskanaal doorgaans kleiner is dan op grond van de openheid verwacht zou mogen worden. Voor een deel komt dit door de sterke oriëntatie van de Nederlandse handel op Europa. Voor een ander deel doordat de Nederlandse exporteurs hun prijzen sterk aanpassen aan die van de Amerikaanse concurrenten en het hieruit voortvloeiende wisselkoersrisico afdekken of op de koop toe nemen. Zo zal een depreciatie van de dollar met 10% volgens EUROMON de consumptieprijzen in Nederland in vier jaar tijd in totaal met 1,8 procent doen dalen, ofwel de jaarlijkse inflatie met iets minder dan 0,5 procentpunt verlagen. Dit is vergelijkbaar met de simulatieresultaten voor het eurogebied uit tabel 1.

Verdere val van de dollar

Tot nu toe is het vertrouwen van internationale beleggers in de (veer)kracht van de Amerikaanse economie op een niveau waarop zij nog bereid zijn de Amerikaanse betalingstekorten te financieren. Als buitenlandse beleggers echter nerveus raken en vrezen voor een verdere aantasting van de waarde van hun dollarportefeuille, zouden ze kunnen besluiten een deel van hun beleggingen uit de VS terug te trekken. Zo'n vertrouwensverlies zou zowel negatieve gevolgen hebben voor de externe waarde van de dollar als de aandelenkoersen. We gaan uit van een mondiale daling van de aandelenkoersen wegens de sterke correlaties tussen nationale aandelenmarkten (Berben & Jansen, 2005). In zo'n situatie kunnen de gevolgen van een val van de dollarkoers aanzienlijk groter zijn voor de wereldeconomie. Om de gedachten te bepalen, presenteren we hier bij wijze van experiment de gevolgen van een in vergelijking tot het eerste scenario twee keer zo grote effectieve waardedaling van de dollar met 20% in combinatie met een wereldwijde aandelenkoersdaling van 25% gedurende twee jaar. Daarnaast zullen de externe financieringskosten voor bedrijven met 1 procentpunt toenemen. De stijging van de externe financieringskosten is een typisch crisisverschijnsel: indien de economische situatie abrupt verslechtert, schatten externe vermogensverschaffers de kans dat een lening wordt terugbetaald lager in. Als compensatie voor het hogere risico verlangen de vermogensverschaffers een hoger rendement. In het hierboven geschetste scenario leidt de val van de dollar na vier jaar tijd tot een 10% lagere Amerikaanse invoer en 7% hogere Amerikaanse uitvoer (tabel 1, rechterdeel). Omdat daarnaast de daling van de aandelenkoersen en de stijging van de financieringskosten een sterk drukkend effect hebben op de invoer via matiging van de binnenlandse vraag in de VS verbeterd de Amerikaanse lopende rekening met 1,6% bbp. De binnenlandse consumptieve vraag daalt flink met in totaal 4% over vier jaar ten opzichte van het basispad. De bedrijfsinvesteringen komen ook aanzienlijk lager uit als gevolg van vraagnival en hogere externe financieringskosten. Per saldo leidt dit na vier jaar tot een 1,6 procent lager Amerikaanse bbp ten opzichte van de uitgangssituatie. De effecten in het eurogebied zijn indicatief voor die buiten de dollarzone. Het bbp-volume valt in de eerste twee jaar na de vertrouwensschok terug met in totaal 1,3%. Een lagere uitvoer en - als gevolg van de stijging van de externe financieringskosten - lagere bedrijfsinvesteringen liggen hieraan ten grondslag. De consumptie in het eurogebied blijft redelijk op peil, zeker in vergelijking tot de VS. Tegenover de koopkrachtverbetering die de zwakkere dollar met zich meebrengt en de lagere eurorente staat de negatieve invloed van de aandelenkoersdaling. Deze laatste is overigens veel gematigder dan in de VS, omdat vermogenseffecten in het eurogebied minder sterk zijn. Na een aanvankelijke terugval in het bbp in de eerste twee jaar treedt in het derde en vierde jaar geen verdere achteruitgang van het bbp-volume op in het eurogebied. De werkloosheidsvoet loopt geleidelijk op met bijna 1 procentpunt. De versoepeling van het monetaire beleid is mogelijk dankzij de neerwaartse druk op de inflatie die uitgaat van de invoerprijzdaling. De inflatie zakt gemiddeld met ruim 1 procentpunt.

Conclusie

Simulaties met EUROMON laten zien dat een depreciatie van de dollar met effectief 10% op een termijn van twee à vier jaar geen substantiële verbetering zal brengen in de lopende rekeningpositie van de VS. Een belangrijke reden hiervoor lijkt te zijn dat buitenlandse ondernemingen hun prijzen in aanzienlijke mate

- en sterker dan in het verleden - afstemmen op de lokale prijzen in de VS en daartoe dollarkoersschommelingen opvangen in de winstmarges of het dollarrisico afdekken met derivaten. Een tweede reden voor het uitblijven van binnenlandse aanpassingen is het vertrouwen van internationale beleggers in de (veer)kracht van de Amerikaanse economie, waardoor zij bereid zijn de Amerikaanse betalingsbalanstekorten te (blijven) financieren.

Als dit vertrouwen in de Amerikaanse economie wegvalt, dan zal dit gepaard gaan met omvangrijke neerwaartse aanpassingen van de Amerikaanse binnenlandse bestedingen en een herstel van de Amerikaanse lopende rekening. In het eurogebied zakt onder deze omstandigheden de inflatie flink en vertraagt de economische groei in met name de eerste twee jaar.

Overigens zijn er momenteel geen aanwijzingen dat financiële markten matiging van de Amerikaanse binnenlandse bestedingen zullen gaan afdwingen. Voor de houdbaarheid van de Amerikaanse externe positie op lange termijn lijkt aanpassing van het binnenlandse bestedingspeil van de Amerikaanse overheid en consument echter onomkoopbaar. Is het niet links- dan waarschijnlijk toch rechtsom.

Ad Stokman en Cees Ullersma

Literatuur

Anderton, B. (2003) Extra-euro area manufacturing import prices and exchange rate pass-through. *ECB Working Paper*, 219.

Bachetta, P. & E. van Wincoop (2002) A theory of the currency denomination of international trade. *NBER Working Paper*, 9039.

Berben, R.P. & W.J. Jansen (2005) Comovement in international equity markets: a sectoral view. *Journal of International Money and Finance*, te verschijnen.

DNB (2004) Het externe vermogen van Nederland in 2003. *Statistisch Bulletin*.

Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau & P. Garber (2003) An essay on the revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper*, 9971.

Hoerberichts, M. & A.C.J. Stokman (2005) Pricing behaviour of Dutch companies: main results from a survey. *DNB Working Paper*, te verschijnen.

Jansen, W.J. & A.C.J. Stokman (2004) Foreign direct investment and international business cycle comovement. *ECB Working Paper*, 401.

1 Zie ook het artikel van Eelke de Jong op blz. 80-81 in deze ESB, waarin de mechanismen worden besproken om betalingsbalansproblemen op te lossen.

2 Zie ook Alan Greenspan's Remarks at Advancing Enterprise 2005

3 Deze vraag is voorgelegd aan 358 internationaal actieve Nederlandse bedrijven. Daarbij werd een depreciatie van de dollar als uitgangspunt gekozen.