



Hoeveel zou de dollar kunnen depreciëren?

Auteur(s):

J.J.G. Lemmen

*De auteur is werkzaam bij de sector Internationale Economie van het CPB. J.J.G.Lemmen@cpb.nl***Verschenen in:**

ESB, 90e jaargang, nr. 4454, pagina 82, 25 februari 2005

Rubriek:

Vakliteratuur

Trefwoord(en):

De Amerikaanse economen Maurice Obstfeld en Kenneth Rogoff (O&R) hadden iets recht te zetten. Begin 2000 becijferden ze dat het wegwerken van het toenmalige tekort op de lopende rekening van de VS een reële effectieve dollardepreciatie van 12 tot 14% zou kunnen betekenen. In oktober 2004 stond de reële effectieve koers van de dollar al 14% lager dan op zijn hoogste niveau van februari 2002 en was het tekort verder opgelopen. O&R denken nu dat de dollar met nog eens 34% zou moeten depreciëren (Obstfeld & Rogoff, 2004).

Voor de beantwoording van de vraag hoeveel de dollar zou kunnen depreciëren, hebben O&R hun model uit 2000 op een aantal punten aangepast. O&R werken nu met een algemeen in plaats van met een partieel evenwichtsmodel. De wereld bestaat uit twee blokken: de VS (het binnenland) en de rest van de wereld (het buitenland). Beide blokken produceren en consumeren internationaal verhandelbare goederen (tradables) en internationaal niet-verhandelbare goederen (nontradables). Aangezien de VS een relatief groot land zijn, zal een daling van de Amerikaanse vraag nu de prijs van tradables op de wereldmarkt beïnvloeden. Een andere aanpassing is dat consumenten in beide blokken nu een voorkeur hebben voor tradables uit de eigen regio. Hoe groter deze voorkeur van bijvoorbeeld Amerikaanse consumenten, hoe minder van deze tradables beschikbaar zijn voor de export.

Wat gebeurt er in het nieuwe model als de binnenlandse bestedingen in de VS dalen om door meer besparingen het tekort op de lopende rekening terug te dringen? De daling van de binnenlandse bestedingen zet de prijs van nontradables meer onder druk dan de prijs van tradables, die immers vooral op de wereldmarkt wordt bepaald. Er ontstaat een Amerikaans aanbodoverschot van tradables. Het tekort op de lopende rekening neemt af.

Wat gebeurt er met de wisselkoers? De nominale wisselkoers zal zich via relatieve koopkrachtpariteit zodanig aanpassen aan de veranderingen in het prijspeil van beide blokken dat op (zeer) lange termijn de reële wisselkoers onveranderd is. Omdat goederenmarkten trager reageren dan financiële markten (waaronder de valutamarkt) zal er op korte tot middellange termijn wel sprake zijn van een reële wisselkoersverandering. O&R concluderen in hun basisscenario dat de potentiële reële effectieve dollar-depreciatie die nodig is om de lopende rekening naar nul te brengen ongeveer 34% bedraagt. Als de substitutie-effecten tussen tradables en nontradables groter (kleiner) zijn, en als de substitutie-effecten tussen in de VS geproduceerde tradables en in het buitenland geproduceerde tradables groter (kleiner) zijn, dan is de potentiële reële effectieve dollardepreciatie kleiner (groter).

De grootte van de nominale effectieve dollardepreciatie hangt vervolgens af van de mate waarin wisselkoersveranderingen worden doorgegeven aan de consumenten. O&R denken zelf aan een pass through van 50%. In dat geval is de nominale effectieve dollardepreciatie het dubbele van de reële effectieve dollardepreciatie. Bij forse wisselkoersmutaties gaat het uitmaken in welke valuta de koers wordt uitgedrukt. Zo daalde in de periode februari 2002-december 2004 de euro per dollar van 1,15 naar 0,75; een procentuele daling van 35%. De dollar per euro steeg van 0,87 naar 1,34; een procentuele stijging van 54%. Een effectieve nominale dollardepreciatie van 68% impliceert een verdrievoudiging van de waarde van de andere valuta ten opzichte van de dollar.

Wat betekent dat voor de dollar per euro koers? Als de euro de gehele last van de wisselkoersaanpassing moet dragen, dan zou de eurokoers nog eens met een factor vijf vermenigvuldigd moeten worden. Gelukkig hoeft de euro de last niet alleen te dragen.

Een aantal kanttekeningen is bij deze modeluitkomst op zijn plaats. Op de eerste plaats is het niet aannemelijk dat - zoals in het model is opgenomen - de beschikbare productiefactoren arbeid en kapitaal volstrekt immobiel zijn. Als dat niet zo is, hoeven de prijzen en de dollarkoers minder te veranderen om de markten voor tradables en nontradables te ruimen.

Ten tweede zou de productiviteitsgroei van nontradables in de rest van de wereld kunnen versnellen. De sterke productiviteitsgroei in de VS vanaf 1995 vond vooral plaats in ict-gebruikende diensten (grotendeels nontradables). Als het buitenland deze achterstand inloopt, kan de dollardepreciatie lager uitvallen.

Op de derde plaats hoeft voor een houdbare Amerikaanse lopende rekening het tekort niet helemaal naar nul te gaan. Als een tekort van drie procent van het bbp houdbaar is, dan is de potentiële reële effectieve dollardepreciatie de helft. Ten vierde besteden O&R weinig aandacht aan de betekenis van verwachtingen. Zo zou de depreciatie van de dollar in de VS de inflatieverwachtingen kunnen aanwakkeren. De rente zal stijgen als de Federal Reserve met een monetaire verkrapping reageert op een verwachte prijsstijging. Daardoor zullen binnenlandse bestedingen worden ontmoedigd en wordt sneller een overschot op de lopende rekening bereikt.

Ten vijfde is de tijdshorizon van het model onduidelijk. Het niet mobiel zijn van productiefactoren wijst op een model voor de korte termijn. Echter, in het basisscenario zijn prijzen volledig flexibel en worden alle markten volledig geruimd. Dat wijst op een model met een lange tijdshorizon. Bovendien vinden O&R de lopende rekening doorslaggevend voor wisselkoersbewegingen. Dat wijst ook eerder op de lange termijn vergeleken met de gangbare wisselkoerstheorieën waar kortetermijnkapitaalstromen de wisselkoersbewegingen bepalen.

Ten slotte zullen producenten forse wisselkoersveranderingen sterker doorberekenen in de finale afzetprijzen dan is verondersteld in het basisscenario.

Het model biedt een kader om na te denken over wisselkoersveranderingen. Rekening houdend met bovenstaande kanttekeningen kan verwacht worden dat de potentiële depreciatie van de dollar aanzienlijk kan zijn.

Jan Lemmen

Literatuur

Obstfeld, M. & K. Rogoff (2004) *The unsustainable US current account position revisited*. NBER Working Paper, 10869, oktober
