



It's the growth rate, you stupid!

Auteur(s):

Jansen, D.J.

Haan, J., de

*Beide auteurs zijn verbonden aan de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. De Haan is tevens directeur van de onderzoeksschool SOM.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4286, pagina 1026, 15 december 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

euro

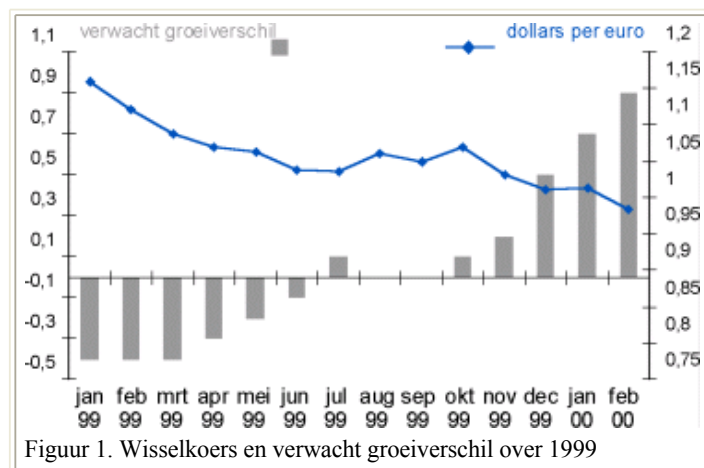
Op de langere termijn blijkt het verband tussen de euro-dollar koers en economische groei afwezig. Fungeert groeiverschil vooral als ex post rationalisatie?

Op het moment van schrijven stijgt de koers van de euro weer enigszins, nadat deze lange tijd daalde. Op het dieptepunt was de euro zelfs rond de dertig procent minder waard ten opzichte van het niveau bij de start van de Europese Economische en Monetaire Unie (EMU). Deze ontwikkeling wordt vaak in verband gebracht met verschillen in groeiprestaties van de eurozone en de Verenigde Staten. Aangezien de economische groei in de VS veel krachtiger was dan in het EMU-gebied, lag een verzwakking van de euro in de lijn van de verwachting. In dit artikel plaatsen wij kanttekeningen bij deze verklaring.

Groei en koers

Theoretisch is het niet onaannemelijk dat groeiverschillen worden weerspiegeld in de wisselkoers. Verwachtingen over de economische groei beïnvloeden de wisselkoers, omdat ze de verwachte rendementen van beleggers mede bepalen. Het is immers rationeel geld te investeren in het land waar de groei naar verwachting het hoogst ligt. Een belegger die verwacht dat de VS sneller zal groeien dan Euroland zal besluiten te investeren in de VS, omdat zijn verwacht rendement daar het hoogste is. De kapitaalinstroom naar de VS zal dan leiden tot een appreciatie van de dollar.

Voor 1999 is er sprake van een nauwe samenhang in de ontwikkeling van het verwachte groeiverschil tussen de eurozone en de VS enerzijds en de euro-dollar koers anderzijds¹. Gegevens hierover zijn weergegeven in [figuur 1](#). De groeiverwachtingen zijn afkomstig van *Consensus forecast*, die deze maandelijks publiceert. Het verwachte verschil in groei tussen de VS en euroland voor het jaar 1999 is weergegeven als staafdiagram in [figuur 1](#). Tot aan juli loopt het groeiverschil op tot twee procent. Daarna volgt een neerwaartse bijstelling en blijft het schommelen rond de 1,7 procent. De punten in figuur 1 geven de maandgemiddelden weer van de eurokoers voor de desbetreffende maand. Op het oog bestaat er een duidelijk verband tussen de twee grootheden: voor de eerste maanden van 1999 gaat een dalende dollarkoers gepaard met een toenemend groeiverschil. De neerwaartse bijstelling in dit verschil zorgt voor een opleving in de koers gedurende de maanden augustus tot en met oktober, waarna opnieuw een daling inzet.

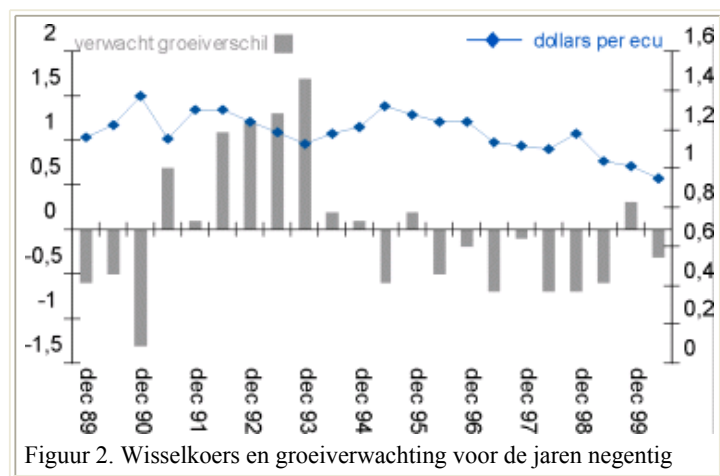


Figuur 1. Wisselkoers en verwacht groeiverschil over 1999

[figuur 1](#) geeft de indruk dat er een verband bestaat tussen de eurokoers en de groeiverwachting. Ook wanneer we de groeiverwachting voor 2000 afzetten tegen de koers in 1999, komt dit beeld naar voren. Om deze indruk cijfermatig te onderbouwen hebben we een simpele regressievergelijking geschat, waarbij we de eurokoers hebben geregresseerd op het groeiverschil over 2000. De coëfficiënt heeft een waarde van -0,09 (t-waarde van -5,7).

De jaren negentig

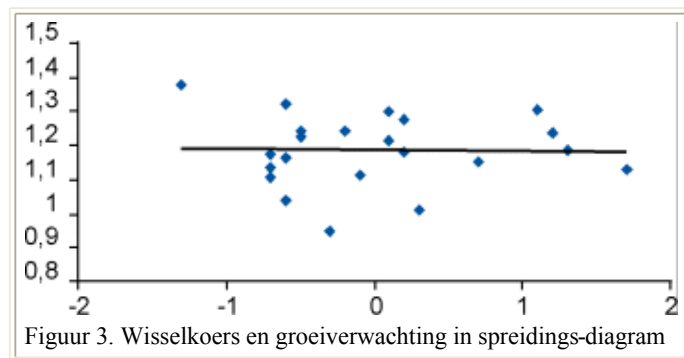
Hoe sterk is het verband tussen groeiverwachtingen en de euro-dollar koers op langere termijn? Zien we ook hier de sterke samenhang die we over 1999 en 2000 zien? Om dit te toetsen, relateren we de groeiverwachtingen die de OESO halfjaarlijks publiceert in haar *Economic Outlook* met de euro-dollar koers. De laatste is een synthetische koers, berekend op basis van gegevens van de Nederlandse Bank. De periode onder beschouwing is december 1989 tot en met juni 2000. [figuur 2](#) geeft een grafische weergave van de data. Tot aan december 1998 zijn de groeiverwachtingen voor Europa gegeven voor de EU-landen, daarna voor de elf landen die meedoen aan de EMU. De koersen zijn maandgemiddelden. Het groeiverschil heeft telkens betrekking op het volgende jaar.



Figuur 2. Wisselkoers en groeiverwachting voor de jaren negentig

Aanvankelijk was de verwachting dat Europa sneller zou groeien dan de VS. Tegelijkertijd zien we dat de dollar langzaam deprecieert. Vervolgens begint in de VS begin jaren negentig een periode van expansie, terwijl de economische groei in Europa terugloopt. Dit toenemende groeiverschil gaat vanaf juni 1992 gepaard met een dollar die in waarde stijgt. Een afname van het groeiverschil in 1994 en 1995 valt samen met een deprecieërende dollar, die daarna echter weer in waarde stijgt tot aan juni 1998. De OESO verwacht echter in deze periode dat Europa sneller zal groeien. Voor de VS ligt de verwachte groei telkens rond de -0,5 procentpunt lager dan in Europa. Tussen juni 1998 en december 1998 zien we iets terug van de euforie omtrent de euro, die in deze periode sterk stijgt. Vanaf dat moment zet de munt echter een bijna continue daling in, ondanks de verwachte hoge groei in Europa.

Al met al is het beeld voor de jaren negentig niet erg helder: voor deelperiodes lijkt het verwachte groeiverschil een goede voorspeller te zijn van ontwikkelingen in de wisselkoers maar voor de periode als geheel gaat dit beeld niet op. Dit wordt duidelijk als we de data in een spreidingsdiagram tegen elkaar afzetten. Uit [figuur 3](#) is geen duidelijk patroon te halen en al helemaal niet het negatieve verband tussen verwacht groeiverschil en wisselkoers dat we zoeken. De regressielijn die door de puntenwolk getrokken is, loopt bijna horizontaal: de coëfficiënt verschilt dan ook niet aantoonbaar van nul. Bovendien heeft het model een laag verklaringspercentage.



Figuur 3. Wisselkoers en groeiverwachting in spreidings-diagram

Framing

In de economische literatuur wordt vaak beweerd dat de huidige euro-dollar koers onevenwichtig is. Ook de Europese Centrale Bank is deze mening toegedaan ². Mede daarom heeft de ECB enkele malen geïntervenieerd op de valutamarkten. Ook De Grauwe komt tot de conclusie dat de ontwikkeling van de eurokoers doorgaans niet te verklaren valt aan de hand van het beloop van fundamentele variabelen, zoals verschillen in economische groei, werkloosheid, inflatie, rente en de lopende rekening ³. Wat verklaart de zwakte van de euro dan wel? De Grauwe stelt dat er grote onzekerheid bestaat over de evenwichtswaarde van de wisselkoers. Deze is het gevolg van onzekerheid omtrent de toekomstige waarde van de 'fundamentals' en onzekerheid over hoe 'fundamentals' de wisselkoers beïnvloeden (het transmissieproces). Deze onzekerheid heeft belangrijke consequenties, aangezien economische subjecten moeite hebben om dit gebrek aan zekerheid te accepteren. Als gevolg daarvan gaan analisten en participanten op financiële markten op het moment dat een wisselkoers verandert op zoek naar de fundamentals die deze verandering zouden verklaren. Toen dus de dollar begin 1999 ten opzichte van de euro begon te appreciëren, werd dit gezien als bewijs voor de kracht van de Amerikaanse economie. Analisten gaan op zoek naar goed nieuws over de Amerikaanse economie en verwaarlozen het slechte nieuws. De opwaartse beweging van de dollar creëert verwachtingen over de kracht van de Amerikaanse economie die altijd kunnen worden geadstrueerd door een selectieve groep van fundamentals. Een dergelijke wijze van informatieverwerking - De Grauwe spreekt in dit verband van framing - leidt ertoe dat de causaliteit omkeert: de daling van de euro stimuleert een zoektocht naar slecht nieuws over de eurozone. Dit verklaart waarom er soms wel en soms niet een duidelijk aantoonbaar verband bestaat tussen de economische groei en de euro dollar koers. Deze visie impliceert ook dat indien de koers van de euro blijft stijgen analisten hun beeld gaan bijstellen en op zoek zullen gaan naar fundamentals die hiermee in overeenstemming zijn.

Conclusie

Een wisselkoers is in het algemeen moeilijk te verklaren. Het kan niet ontkend worden dat er thans een sterk verband bestaat tussen groeiverwachtingen en de ontwikkeling van de euro-dollar koers. Voor de jaren negentig als geheel blijkt de relatie tussen groei en de koers van de euro echter bijna geheel afwezig te zijn. Het lijkt erop dat financiële markten zich concentreren op die variabele die het beste de ontwikkeling op een bepaald moment verklaart. Binnenkort zal het dus misschien wel de lopende rekening zijn die wordt aangevoerd voor de verklaring voor een steeds sterker wordende euro

1 Voor een soortgelijke analyse wordt verwezen naar G. Corsetti, *A perspective on the euro*, Yale University, 2000.

2 In het Maandrapport van november 2000 staat bijvoorbeeld: "The ECB has repeatedly pointed out that it considers the exchange rate of the euro at present levels to be out of line with economic fundamentals" (blz. 31).

3 P. de Grauwe, The euro-dollar exchange rate in search of fundamentals, te verschijnen in *International Finance*, 2001.