



Monetaire verhoudingen in de EMU

Auteur(s):

Winder, C.C.A.

*De auteur is werkzaam bij de afdeling Monetair en Economisch Beleid van De Nederlandsche Bank.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4244, pagina 160, 25 februari 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

Ondanks de recente renteverhoging door de ECB zijn de monetaire verhoudingen in de EMU ruim gebleven.

Op 3 februari heeft de ECB haar officiële rentetarieven met 25 basispunten opgehoogd, waarmee de belangrijkste rentevoet, de rente voor de basisherfinancieringstransacties, nu ligt op 3,25 procent.

Deze rentestap past in de monetaire beleidsstrategie van de ECB. Deze heeft handhaving van prijsstabiliteit als hoofddoel en levert een belangrijke bijdrage aan een duurzame en evenwichtige economische ontwikkeling in het eurogebied¹. De beleidsstrategie kent geen wisselkoersdoelstelling voor de euro, hetgeen echter niet betekent dat de wisselkoers van de euro niet de grote belangstelling van monetaire beleidsmakers heeft. De eurokoers is namelijk, via de prijs van grondstoffen en andere ingevoerde goederen en diensten, van invloed op het inflatiebeloop in het eurogebied. Berekeningen met EUROMON, het macro-economische model van de Nederlandsche Bank voor de Europese Unie, geven bijvoorbeeld aan dat een depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar van tien procent de eerste twee jaren tot een 0,2 procentpunt hogere inflatie leidt². Bovendien zijn te ver doorgeschoten of sterk fluctuerende wisselkoersen schadelijk voor de investeringen en de buitenlandse handel en leiden ze doorgaans tot hogere risicopremies in de rentevoeten. Het is dan ook logisch dat de eurowisselkoers één van de variabelen is die relevant is voor de monetaire beleidsbeslissingen.

Passende verhoudingen

Het verdrag waarin de taken en verantwoordelijkheden van het Europese Stelsel van Centrale Banken zijn vastgelegd, stelt dat het Eurosysteem, onverminderd het doel van prijsstabiliteit, het algemeen economisch beleid in de Gemeenschap dient te ondersteunen, teneinde bij te dragen aan de verwerkelijking van de algemene doelstellingen van de Gemeenschap. Eén daarvan is het bevorderen van een evenwichtige ontwikkeling van de economische activiteiten. Monetaire beleidsmakers moeten daarom in hun beleidsevaluatie een inschatting te maken of de monetaire condities passend zijn in het licht van het (verwachte) inflatiebeeld en de conjuncturele ontwikkelingen. Te hoge rentevoeten schaden de economische groei, maar te lage rentetarieven kunnen door de ruime monetaire condities tot oplopende inflatie leiden. Naast de rentevoeten is de wisselkoers van de euro een belangrijke factor bij de inschatting van de monetaire verhoudingen. Voor een grote, relatief gesloten economie als die van het eurogebied zullen rentemutaties van groter belang zijn dan wisselkoersveranderingen, maar deze zijn, zeker met de omvangrijke depreciatie van de euro, niet te veronachtzamen.

Daling van de euro

Tegen de begin 1999 algemeen heersende verwachtingen in is de euro vorig jaar fors in waarde gedaald tegenover de andere belangrijke wereldvaluta's. De meeste aandacht ging daarbij uit naar de euro-dollar koers. Terwijl de euro bij de introductie 1,17 dollar noteerde, deed zich gedurende de eerste helft van vorig jaar een gestage depreciatie voor richting pariteit tegenover de dollar. Dit was overigens deels een correctie voor de opgetreden appreciatie in de aanloop naar de EMU. De belangrijkste reden vormden de divergerende economische ontwikkelingen in het eurogebied en de VS. Mede onder invloed van signalen van een verbeterende conjunctuur in het eurogebied kwam de euro in het tweede halfjaar in een rustiger vaarwater terecht, waardoor een appreciatie tot 1,08 dollar in oktober kon plaatsvinden. In de laatste maanden van vorig jaar gleed de euro echter weer af richting pariteit tegenover de dollar. De euro sloot het jaar af met een koers van 1,01 dollar, waarmee de euro in haar eerste levensjaar met haast veertien procent gedeprecieerd is ten opzichte van de dollar. De op basis van handelsgewichten bepaalde effectieve wisselkoers van de euro kende vorig jaar een beloop dat redelijk vergelijkbaar was met de euro-dollar-koers. Over het gehele jaar bezien daalde de euro effectief 13,5 procent in waarde.

Lange en korte rente

In het licht van de zwakke conjuncturele situatie in het eurogebied in het afgelopen jaar is de

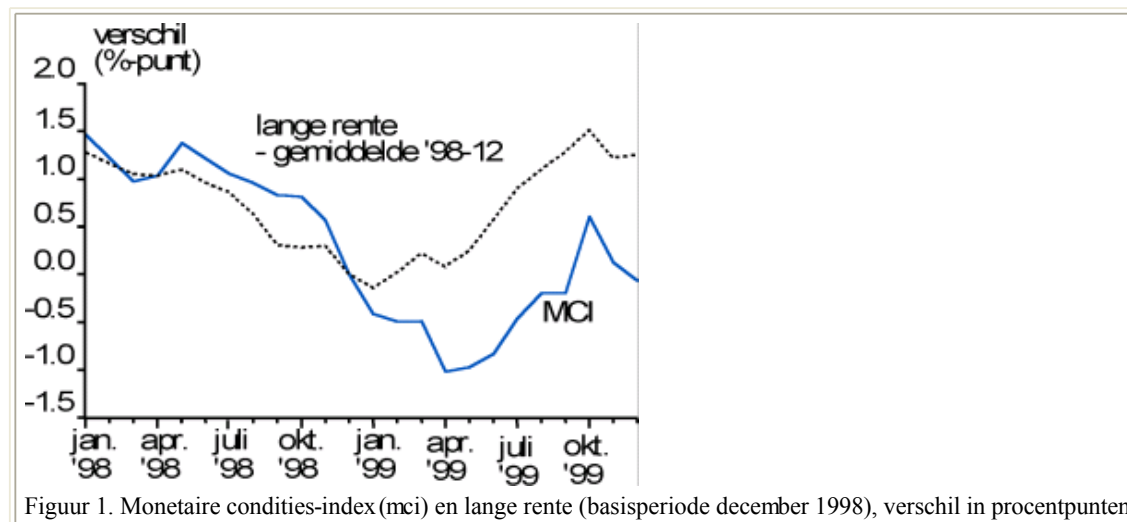
vertoonde euro-depreciatie een min of meer logische ontwikkeling geweest, die een welkome steun in de rug bij het conjuncturele herstel vormde. De depreciatie droeg bij aan het ontstaan van ruimere monetaire verhoudingen. De lange rente is vorig jaar daarentegen fors gestegen, hetgeen tot krappere monetaire verhoudingen heeft geleid. Begin 1999 lag de lange rente nog beneden de vier procent, maar in december bedroeg zij gemiddeld 5,2 procent, circa 125 basispunten hoger dan in december 1998. Het beloop van de korte rente is in vergelijking redelijk stabiel geweest en stond met name in het teken van de officiële renteaanpassingen in april en november. De korte rente was in december gemiddeld circa vijftien basispunten hoger dan een jaar daarvoor.

Actuele verhoudingen

Een algehele inschatting van de monetaire verhoudingen is om een aantal redenen gecompliceerd. Zo zullen de effecten van rente- en wisselkoersveranderingen op de economische groei niet gelijk zijn als gevolg van verschillen in monetaire transmissie. Bovendien bewegen de lange en korte rentevoeten zich doorgaans niet parallel, waardoor de rentetermijnstructuur aan veranderingen onderhevig is. Ook kunnen rentestijgingen samengaan met wisselkoersdalingen, zoals de zojuist besproken ontwikkelingen duidelijk illustreren. Voor een evaluatie van de ontwikkelingen in het eurogebied is een belangrijke vraag of de monetaire condities in het afgelopen jaar per saldo verkrapt dan wel verruimd zijn. Een *Monetary Conditions Index* (mci) is een nuttig hulpmiddel om licht te werpen op deze vraag. In dit artikel wordt daarom de vorig jaar op de Bank bepaalde index voor het eurogebied beschouwd³. De monetaire condities-index is een samengestelde indicator, waarin de lange en korte rente, alsmede de effectieve wisselkoers van de euro in één kengetal zijn samengevat. Hij geeft mutaties van de lange rente weer, die gecorrigeerd zijn voor veranderingen van de korte rente en de effectieve wisselkoers. Hierbij correspondeert een stijging van de index met een per saldo hogere lange rente en daarmee krappere monetaire verhoudingen⁴. De afzonderlijke componenten zijn daarbij gewogen met hun relatieve invloed op de output-ontwikkeling in het eurogebied. Volgens de index komt een stijging van de korte rente met één procentpunt ceteris paribus overeen met een toename van de lange rente van 75 basispunten, terwijl een appreciatie van de euro met één procent gelijk is aan een stijging van de lange rente met slechts elf basispunten. Het gewicht van de wisselkoers is kleiner dan die in de monetaire condities-indexen voor afzonderlijke EMU-landen⁵. Dit weerspiegelt dat het eurogebied relatief gesloten is en dat wisselkoersveranderingen slechts een bescheiden invloed hebben op de monetaire condities. Het gewicht van de korte rente is eveneens kleiner dan dat van de lange rente, hetgeen aangeeft dat de lange rentevoeten belangrijker voor de economische ontwikkeling van het eurogebied zijn dan de korte rentetarieven.

Verloop in 1999

Het beloop van de monetaire condities-index en de lange rente gedurende 1998 en 1999 is weergegeven in [figuur 1](#). Gedurende de eerste maanden van vorig jaar werd het proces van monetaire verruiming gecontinueerd. In de periode tot en met april steeg de lange rente weliswaar licht, maar dit verkrappende effect werd ruimschoots gecompenseerd door de effectieve depreciatie van de euro met haast zes procent en de daling van de korte rente, die in april zestig basispunten lager lag dan in december 1998. Per saldo was de MCI in april honderd basispunten lager dan eind 1998, hetgeen paste bij het weinig rooskleurige conjuncturele beeld in het eurogebied. Vervolgens deed zich een monetaire verkrapping voor doordat de lange rente verder steeg, de korte rente na de zomer eveneens flink omhoog ging en de euro in de tweede helft van vorig jaar in vergelijking tot het eerste halfjaar slechts een bescheiden verdere depreciatie liet zien. De laatste maanden werden de monetaire condities weer wat ruimer, zodat over heel 1999 bezien zodoende sprake is van nagenoeg onveranderde monetaire condities. De lange rente was in december vorig jaar gemiddeld weliswaar 125 basispunten hoger dan een jaar daarvoor, maar dit verkrappende effect werd meer dan volledig gecompenseerd door de depreciatie van de euro.



Figuur 1. Monetaire condities-index (mci) en lange rente (basisperiode december 1998), verschil in procentpunten

Conclusie

Per saldo was de MCI in december vorig jaar slechts zes basispunten lager dan een jaar daarvoor. Nadat de monetaire verhoudingen in het eurogebied in de aanloop naar de introductie van de euro aanzienlijk verruimd waren, zijn deze aldus in het eerste jaar van de EMU onverminderd ruim gebleven⁶. Gezien de opwaartse risico's voor prijsstabiliteit, dient de ECB de ontwikkelingen van de geldgroei en de overige inflatie-indicatoren dan ook nauwgezet te blijven volgen

1 Zie bijvoorbeeld De op stabiliteit gerichte monetaire beleidsstrategie van het Eurosysteem, *Maandbericht Europese Centrale Bank*, januari 1999.

2 Zie Scenario's voor de Europese economie: een analyse met EUROMON, *DNB Kwartaalbericht*, juni 1999.

3 Zie C.C.A. Winder, *On monetary conditions in the euro Area*, MEB-series nr. 1999-18, De Nederlandsche Bank, 1999.

4 De Monetary Conditions Index meet de monetaire condities ten opzichte van een basisperiode zodat, gegeven de willekeurige keuze van de basisperiode, niet zozeer het niveau, maar de veranderingen van belang zijn. In dit artikel is de index geschaald met de gemiddelde waarden voor de rentevoeten en de wisselkoers in december 1998.

5 Zie bijv. H.M.M. Peeters, Measuring monetary conditions in Europe: use and limitations of the MCI, *De Economist*, 1999, blz. 183-203.

6 In de periode 1995-1998 was de MCI, mede door het proces van renteconvergentie in het eurogebied, met circa 8 ½% gedaald, zie Winder, *op. cit.*, 1999.