

Wisselkoersspanningen binnen de eurozone

In de discussies over een eventuele tweedeling van de eurozone wordt vaak verwezen naar de hoge prijzen van Zuid-Europese producten. Zonder de euro zouden Zuid-Europese landen hiervoor kunnen corrigeren door hun eigen munt te devalueren ten opzichte van de euro in de Noord-Europese landen. Als de reële effectieve wisselkoersen van de eurolanden met elkaar vergeleken worden, blijkt er echter geen sprake te zijn van een duidelijke wisselkoerskloof tussen Noord en Zuid.

STEVEN BRAKMAN

Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen

ROBERT INKLAAR

Universitair hoofd-
docent aan de Rijks-
universiteit Groningen

De huidige financiële spanningen in Europa roepen regelmatig de vraag op of het niet beter is het eurogebied op te splitsen in een noordelijk gebied met een noordelijke munt en een zuidelijk gebied met een zuidelijke munt. De scheidslijn tussen beide gebieden loopt ruwweg door het midden van het eurogebied, als het ware midden door Frankrijk. De motivatie voor deze tweedeling is divers. Soms wijst men op culturele verschillen tussen beide regio's. De noordelijke landen zouden op calvinistische leest zijn geschoeid, wat wil zeggen dat de inwoners over het algemeen zuinig zijn, plichtsgetrouw belasting betalen en sparen voor de oude dag. De zuidelijke landen zouden een meer hedonistische houding hebben. Dit weerspiegelt zich in een relatief lage pensioenleeftijd, het minder nauw nemen van belastingwetten en zich royaal in de schulden steken. Soms worden ook financiële criteria gehanteerd, zoals de omvang van de staatsschuld of het begrotingstekort, waarbij de noordelijke landen de beste jongetjes van de klas zijn en de zuidelijke landen al jaren op te grote voet leven met dank aan

enthousiast spenderende politici. Hoe de onderliggende argumentatie ook luidt, een dergelijke splitsing van het eurogebied zou resulteren in twee regio's die meer corresponderen met een optimaal valutagebied dan de eurozone.

Voordat de euro werd ingevoerd kon een land de spanning uit het wisselkoerssysteem wegnemen door de wisselkoers aan te passen. Zodoende konden al te grote onevenwichtigheden tussen landen gecorrigeerd worden. In veel discussies wordt momenteel verwezen naar de relatief sterk stijgende kosten in zuidelijke landen ten opzichte van de noordelijke landen. Door het ontbrekende correctiemechanisme van de wisselkoers kan deze kostenstijging niet eenvoudig beheerst worden. Het Centraal Planbureau (2011) wijst er bijvoorbeeld op dat, als we de euro niet hadden, de gulden zou revalueren en de drachme devalueren. Ook in *The Economist* (2011) worden opmerkingen in deze richting gemaakt: *"A strong euro makes it harder for the southern countries to boost their exports to countries outside the currency union."*

Voordat de euro werd ingevoerd kwamen valutaspanningen tot uitdrukking in over- of ondergewaardeerde valuta. Werd de spanning te groot dan volgde een wisselkoersaanpassing. Een van de maatstaven om wisselkoersspanningen te meten is de reële effectieve wisselkoers (REW). Deze geeft de gewogen wisselkoers weer van een land ten opzichte van het buitenland, gecorrigeerd voor prijsverschillen. Het gaat hierbij niet om de bilaterale koers, maar om de gewogen gemiddelde koers ten opzichte van een reeks andere landen. Deze maatstaf wordt gebruikt om over- en onderwaarderingen van een munt te kunnen vaststellen (Brakman *et al.*, 1991; Krugman *et al.*, 2012). Het uitgangspunt hierbij is de koopkrachtpariteitstheorie (KKP-theorie), wat inhoudt dat de prijzen van vergelijkbare producten in binnen- en buitenland niet te zeer van elkaar mogen afwijken. Denk aan de Big-Mac-index die jaarlijks door *The Economist* wordt gepubliceerd. Loopt de relatieve prijsontwikkeling te zeer uiteen dan is er sprake van over- of onderwaardering van een munt. Door de invoering van de euro is de correctie tussen het noordelijke en

zuidelijke eurogebied uitgebleven en zijn de noordelijk landen relatief goedkoop en de zuidelijke landen relatief duur, althans dat is veelal de redenering.

Weliswaar zijn de afzonderlijke valuta binnen het eurogebied verdwenen, maar de REW kan nog steeds worden berekend en op basis hiervan kan inzicht worden verkregen in valutaspanningen. De REW geeft een relatieve prijs tussen landen weer. Uit de REW kan blijken of producten van een land relatief duur of goedkoop zijn en hoe zich dit door de tijd heeft ontwikkeld. Deze maatstaf kan worden gebruikt om te analyseren of het beeld van de dure zuidelijke landen en de goedkope noordelijke landen juist is.

METHODE

De REW wordt als volgt berekend:

$$REW_j^t = \sum_{i=1 \neq j}^{l-j} w_i^{jt} \cdot E_i^t \cdot \left(\frac{P_j^t}{P_i^t} \right)$$

Waarbij: REW_j^t = de reële effectieve wisselkoers van land j op tijdstip t ;
 w_i^{jt} = het aandeel van land i in de export vanuit land j op tijdstip t ;
 E_i^t = de nominale bilaterale wisselkoers van land i op tijdstip t (binnen het eurogebied gelijk aan 1); en
 P_j^t = de prijsindex van land j op tijdstip t .

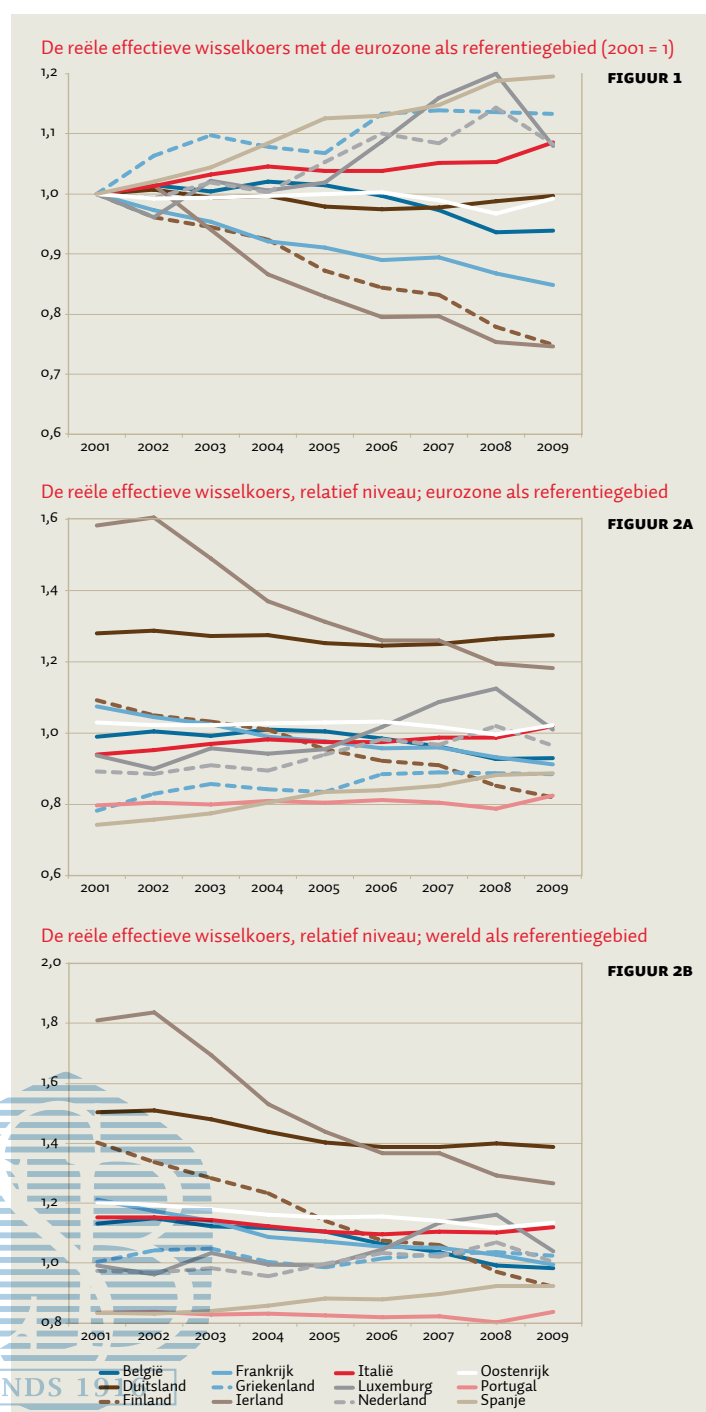
Als deze maatstaf voor een individueel land groter is dan 1, dan is men relatief duur en is er sprake van overwaardering van de munt. Wijkt men negatief af, dan is er sprake van onderwaardering. In het pre-eurotijdperk had men de valuta dan kunnen aanpassen.

Bij de berekening moeten een aantal keuzes worden gemaakt: welke prijzen worden vergeleken; welke landen worden meegenomen bij het bepalen van het prijspeil; welke gewichten worden gekozen?

Bij de meeste berekeningen van de REW wordt gekeken naar de prijsontwikkeling door de tijd. Het is daarbij van groot belang om een evenwichtig basisjaar te kiezen voor de vergelijking; dat is een jaar waarin er geen excessieve inflatieverschillen tussen landen bestaan of grote verschillen in de conjunctuurcyclus, die van invloed kunnen zijn op de relatieve prijsontwikkelingen tussen landen. Aangezien het functioneren van de euro als munt wordt geanalyseerd, is de onderzoeksperiode de periode vanaf 2001, het jaar waarin Griekenland toetrad tot het eurogebied. Alle eurolanden, ook die nu steun hebben ontvangen, voldeden in dat jaar aan de convergentiecriteria van het verdrag van Maastricht. Het is echter twijfelachtig of dit een evenwichtig basisjaar was. De huidige schuldproblemen zijn deels veroorzaakt doordat de financiële positie van Griekenland anders werd voorgesteld dan feitelijk juist was. Daarnaast was op dat moment zojuist de ICT-zeepbel uit elkaar gespat.

In de analyse wordt dit probleem grotendeels vermeden door naast de traditionele berekening van de REW (figuur 1) ook de prijzen direct tussen landen te vergelijken (figuren 2a en 2b). Deze figuren zijn in feite Big-Mac-indices, maar dan uitgebreider omdat er een groot pakket goederen is meegenomen en de handelspartners worden gewogen met hun belang voor elk land. Voor de relatieve prijzen kunnen resultaten uit

eerder onderzoek worden gebruikt, gebaseerd op gedetailleerde informatie over relatieve prijzen van finale goederen en prijzen van geëxporteerde en geïmporteerde goederen (Inklaar en Timmer, 2011). De analyse betreft alleen verhandelbare goederen, omdat voor niet-verhandelbare goederen het Harrod-Balassa-Samuelson-effect geldt (Krugman *et al.*, 2012). De prijzen ervan kunnen op systematische wijze verschillen tussen landen waardoor een vertekend beeld kan ontstaan van de prijsverschillen tussen landen met een verschillend inkomensniveau. De vastgestelde relatieve prijzen zijn deels gebaseerd op dezelfde gegevens die door Eurostat worden gebruikt om jaarlijks schattingen te maken van de KKP binnen Europa, maar de nadruk ligt op de handelssector (de toegevoegde waarde in de landbouw, mijnbouw en industrie).



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

De relatieve prijzen zijn geschat voor het jaar 2005, voor schattingen van eerdere en latere jaren worden prijsseries uit de Nationale Rekeningen gebruikt.

De gewichten zijn vastgesteld op basis van de export naar een handelspartner. De prijzen zijn vergeleken met die van handelspartners omdat deze klanten zijn en hun beslissing om al dan niet onze producten te kopen laten afhangen van de prijs. Voor Nederland bijvoorbeeld is dus een van de gewichten het aandeel van exporten naar Duitsland in de totale exporten van goederen. De gegevens zijn gebaseerd op de UN Comtrade database.

Er zijn twee groepen van klanten te onderscheiden. Ten eerste de landen in het eurogebied; ten tweede een bredere groep landen waaronder de Verenigde Staten, Japan, China, India en vrijwel alle andere belangrijke wereldeconomieën. De REW wordt dus op twee manieren berekend: ten opzichte van de eurozone of ten opzichte van de belangrijke wereld-economieën als referentiegroep.

RESULTATEN

Figuur 1 geeft een traditioneel beeld van de ontwikkeling van de prijsverschillen. De figuur toont prijsveranderingen in elk land in vergelijking met prijsveranderingen van de handelspartners in de eurozone, beide ten opzichte van het basisjaar 2001.

Figuur 1 laat zien dat niet alleen zuidelijke landen te vinden zijn boven de 1 (Griekenland, Portugal, Italië en Spanje), maar ook Nederland en Luxemburg. Sinds 2001 zijn de goederenprijzen in deze landen sneller gestegen dan die van de handelspartners. In Duitsland blijven de relatieve prijzen min of meer stabiel. Maar zoals eerder aangegeven, is het maar zeer de vraag of 2001 een evenwichtig basisjaar was. De figuren 2a en 2b laten daarom de REW zien die is gebaseerd op jaarlijkse prijsverschillen.

Figuur 2a laat de relatieve prijsniveaus zien, met de eurozone als referentiegebied; figuur 2b toont hetzelfde maar dan met de wereld als referentiegebied. De relatieve prijzen in figuur 2b liggen, over het algemeen, hoger dan die in 2a. Dit is een indicatie dat buiten de eurozone veel economieën zijn waar het prijspeil stukken lager is, zoals China en India.

Het Duitse prijspeil is stabiel in figuur 2a en dalend in figuur 2b, maar dat neemt niet weg dat in 2009 de prijzen in Duitsland het hoogste zijn van alle eurolanden. Op basis van

de REW ligt een Duitse revaluatie dan ook niet voor de hand. De dalende prijzen in Ierland worden zo ook in perspectief geplaatst: in 2001 waren de prijzen in Ierland juist erg hoog.

De zuidelijke landen komen in deze vergelijking met de REW opmerkelijk naar voren. De prijzen zijn gedurende de gehele periode relatief laag, met name in Portugal en Spanje. Italië is relatief duur, met name als de wereld als referentiegroep wordt genomen, maar nog steeds ruim goedkoper dan Duitsland. Op basis van de REW als maatstaf voor over- of onderwaardering ligt een devaluatie niet voor de hand. Het beeld uit figuren 2a en 2b, lijkt dus diametraal tegenover het geschetste beeld in discussies over opdeling van de eurozone te staan. Hoe men de REW-verschillen ook interpreteert, een eenduidige kloof tussen Noord en Zuid is niet waarneembaar.

Een ander punt dat opvalt is dat de prijsniveaus convergeren. Zelfs als Ierland buiten beschouwing wordt gelaten, liggen de prijsniveaus in 2009 dichter bij elkaar dan in 2001. Dit zou te maken kunnen hebben met de flexibiliteit van de arbeidsmarktregels. Een aanwijzing in die richting is dat er een duidelijk negatieve correlatie is tussen het tempo waarmee de prijzen richting 1 gaan en de striktheid van de OESO-index van werkgelegenheidsbescherming (Inklaar en Timmer, 2006). Aangezien vooral de zuidelijke landen relatief strikte arbeidsmarktregels hebben, suggereert dit wel dat onevenwichtigheden in zuidelijke landen relatief langer zullen bestaan dan in de meer flexibele, noordelijke landen.

Inherent aan de eenvoud van de REW als maatstaf zijn enige beperkingen ervan. Zo gaat het om de prijzen van toegevoegde waarde in de goederensector en blijven diensten buiten beschouwing. Een deel van de diensten wordt niet verhandeld, en kan dus ook niet tot wisselkoersspanningen leiden, maar mogelijk kunnen de relatieve prijzen van verhandelbare diensten een ander patroon laten zien dan de prijzen van goederen. Ook kan deze maatstaf geen antwoord geven op de vraag waarom de Duitse economie het goed doet, ondanks hoge prijzen. Mogelijkheden zijn dat de kwaliteit van Duitse producten een stuk hoger is dan van, bijvoorbeeld, Portugese producten of dat er meer innovatieve producten in Duitsland worden gemaakt.

Dit neemt niet weg dat het niet mogelijk is het eurogebied te stileren als een combinatie van het goedkope Noorden en een duur Zuiden. De geconstrueerde virtuele wisselkoersen laten een veel complexere werkelijkheid zien dan een simpele tweedeling van Europa in een noordelijk en zuidelijk gebied suggereert.

CONCLUSIES

In discussies over de problemen in de eurozone wordt snel geconcludeerd dat men het eurogebied kan verdelen in een noordelijk en een zuidelijk gedeelte, waarbij na de invoering van de euro de noordelijke landen goedkoper en concurrerder zijn geworden dan de zuidelijke. Zonder de euro zouden de noordelijke landen hun munt wellicht hebben laten revalueren, en de zuidelijke landen hebben laten devalueren. Op basis van een eenvoudig criterium, de reële effectieve wisselkoers, blijkt echter dat een dergelijke tweedeling niet bevestigd wordt door de gegevens. Of de zuidelijke landen op lange termijn beter af zouden zijn buiten de eurozone, kan op basis van deze resultaten niet worden vastgesteld. Maar de resultaten weerleggen wel een veelgenoemd argument hiervoor.

LITERATUUR

Brakman, S., J. de Haan en C.J. Japma (1991) De reële effectieve wisselkoers van de gulden. *Maandschrift Economie*, 55(5), 391–399.

CPB (2011) *Europa in crisis*. Amsterdam: Balans.

Grauwe, P. de (2010) Fighting the wrong enemy. *VoxEU*, 19 mei.

Inklaar, R. en M.P. Timmer (2006) Resurgence of employment growth in the European Union: the role of cycles and labour market reforms. *Economic Letters*, 91(1), 6–66.

Inklaar, R. en M.P. Timmer (2011) *The relative price of services and income levels*. Groningen: Groningen Growth and Development Centre.

Krugman, P., M. Obstfeld en M. Melitz (2012) *International economics: theory and policy*. Boston: Pearson.

The Economist (2011) Northern lights, southern cross. *The Economist*, 19 mei.