

Samenvatting en conclusie

Het blijkt mogelijk om een relatief eenvoudige en tegelijkertijd zeer bevredigende vergelijking te vinden ter verklaring van het (macro) dividendrendement. Dit wordt hoofdzakelijk bepaald door de kapitaalmarktrente en het weerstandsvermogen (solvabiliteit) van de beurs-nv's. De hoogte van beurswaarde en koersindex is vervolgens afhankelijk van het uit de winstontwikkeling voortvloeiende dividendbedrag.

Een vlak koersverloop (zoals in 1990) wordt niet zozeer veroorzaakt door het hoge niveau van de rente, maar vooral door de stijging ervan.

Discussie

Is de gulden hard genoeg?

Revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark is ongewenst. Het argument dat de koopkrachtpariteitenverhouding tussen Nederland en Duitsland hiertoe aanleiding geeft, gaat onder andere voorbij aan de sterk toegenomen betekenis van het internationale kapitaalverkeer.

In een recent artikel in *ESB* pleiten Brakman, De Haan en Jepma¹ voor een opwaardering van de gulden ten opzichte van de D-mark. Hiervoor dragen zij drie redenen aan. In de eerste plaats wijzen zij op het Duitse inflatiegevaar door de vereniging van de BRD en de DDR, waardoor de Duitse munt minder goed zou gaan functioneren als 'anti-inflatieanker'. Verder zijn zij van mening dat de gulden op het moment is ondergewaardeerd binnen het EMS. Als derde argument dient de redenering dat een revaluatie ten opzichte van de D-mark een daling van de Nederlandse rente onder het Duitse niveau mogelijk zou maken. We zullen in het navolgende trachten aan te tonen dat geen van deze argumenten overtuigend is. Daartoe geven we eerst in het kort onze visie op de recente ontwikkelingen in Duitsland en de mogelijke effecten hiervan voor de Nederlandse economie. Vervolgens gaan we in concreto in op de argumenten van Brakman e.a. voor een revaluatie van de gulden. We besluiten met enkele opmerkingen over de relatie tussen wisselkoersstabiliteit binnen het EMS en de totstandkoming van een EMU.

Een hoge stabiele rente kan op zichzelf nog best samengaan met een koersstijging.

De hier beschreven methode maakt het mogelijk om aan de hand van macro-economische prognoses en varianten de bijbehorende koersontwikkelingen van aandelen te berekenen. In principe maakt het daarbij niet uit of het om korte, middellange of lange-termijnsenario's gaat.

F.I.W.M. Veraart

De auteur is werkzaam op de afdeling Economisch Onderzoek van Bank Mees & Hope nv. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.

De Duitse vereniging

De BRD bevindt zich momenteel in een fase van hoogconjunctuur. De belangrijkste oorzaak hiervan is de forse consumptie- en investeringsvraag door de ontsluiting van de Oostduitse economie². De rekening voor de kosten waarmee de Duitse vereniging gepaard gaat – zowel inkomensoverdrachten aan gezinnen als de financiering van investeringsprojecten – wordt grotendeels aan de regering in Bonn en de afzonderlijke Länder gepresenteerd. Dit kwam in 1990 tot uitdrukking in een gevoelige verslechtering van de overheidsfinanciën³. Ondanks het feit dat de Duitse regering heeft aangekondigd snel orde op zaken te willen stellen, blijft het budgettekort naar verwachting ook in de komende jaren relatief hoog. Hier staat tegenover dat sprake is van een krap beleid op monetair gebied. De inflatoire spanning waarmee de uitbundige vraagontwikkeling gepaard gaat, werd door de Bundesbank in 1990 reeds beantwoord met rentestijgingen. En ook voor de komende periode heeft de Bundesbank al meermaalen duidelijk gemaakt haar reputatie als 'inflation fighter' niet op het spel te zullen zetten.

Duitsland staat dus – ook in de nabije toekomst – onder invloed van een expansief budgettair beleid en een krap monetair beleid. Wat betekent dit voor de kracht van de Duitse munteenheid? Enerzijds verslechtert de grote vraag naar producten de Duitse handelsbalans. Daar staat echter een daling van de netto kapitaaluitvoer tegenover, welke in de hand wordt gewerkt door de oplopende rentestand in combinatie met het ontstaan van nieuwe investeringskansen in de voormalige DDR. Gezien het sterk geïntegreerde karakter van de internationale kapitaalmarkt, zal deze internationale kapitaalbeweging naar alle waarschijnlijkheid van dominante invloed zijn op de ontwikkeling van de totale Duitse betalingsbalans. Hiervan gaat een opwaartse druk uit op de nominale wisselkoers van de D-mark. Gegeven de relatief geringe verwachte inflatieverschillen met de rest van de OESO-landen, zal dit tevens een appreciatie van de reële wisselkoers impliceren. De geschetste situatie van een expansief begrotingsbeleid en een krap monetair beleid doet overigens sterk denken aan de omstandigheden in de VS in het begin van de jaren tachtig. Zoals bekend, heeft dit destijds geresulteerd in een grote kapitaal invoer en een forse nominale en reële appreciatie van de dollar. Gegeven het bovenstaande, is het onderscheid van belang tussen enerzijds de sectoren in Duitsland die internationaal verhandelbare producten ('tradeables') voortbrengen en anderzijds de sectoren die voornamelijk voor de binnenlandse markt produceren en weinig concurrentie vanuit het buitenland ondervinden ('non-tradeables'), zoals de bouw nijverheid en een groot deel van de dienstverlenende sectoren. De concurrentie op de internationale goederen- en dienstenmarkten dwingt af dat een nominale appreciatie van de D-mark vergezeld gaat van een beheerste ontwikkeling van de prijs voor 'tradeables' uitgedrukt in D-marken. De prijs van 'non-trade-

1. S. Brakman, J. de Haan en C.J. Jepma, Is de gulden hard genoeg?, *ESB*, 2 januari 1991, blz. 16-20.

2. De consumptieve vraag in de BRD profiteerde in 1990 verder van de op 1 januari doorgevoerde verlaging van de inkomstenbelasting, de hogere loonafspraken en de gunstige werkgelegenheidsontwikkeling.

3. Gedeeltelijk loopt de financiering van de 'wederopbouw' van de voormalige DDR via het speciaal daarvoor in het leven geroepen 'eenheidsfonds'

ables' zal daarentegen sterker toemen. Gegeven de op korte termijn beschikbare productiecapaciteit en gegeven het feit dat per definitie geen invoer van 'non-tradeables' mogelijk is, is dit de enig mogelijke reactie op de extra vraag naar de betrokken goederen en diensten. De toename van het algemene prijspeil in Duitsland concentreert zich derhalve in de sectoren die voor de binnenlandse markt produceren. Dit betekent dat Duitsland op korte termijn slechts een beperkt deel van zijn binnenlandse inflatie zal uitvoeren naar zijn handelspartners binnen het EMS. Voor de inflatie in het buitenland is immers vooral de prijs van 'tradeables' relevant. Nu is het voor de wat langere termijn in principe niet uitgesloten dat financieel-economische problemen in verband met de Duitse vereniging – ten gevolge van een oplopende staatsschuld en een oplopende schuld aan het buitenland – een neerwaartse druk op de D-mark zouden uitoefenen en daarmee de kwaliteit van het Duitse 'anti-inflatieanker' zouden schaden. Een dergelijk scenario, dat kan leiden tot een koersverloop dat doet denken aan de ontwikkeling van de dollar in de loop van de jaren tachtig, lijkt voor Duitsland echter niet erg waarschijnlijk. Ten eerste hebben veel van de extra uitgaven een investeringskarakter. Ze versterken de structuur van de Duitse economie, met name in de voormalige DDR. In de VS werd de netto kapitaalvoer daarentegen voor een groot deel consumptief aangewend. In de tweede plaats liggen de particuliere besparingen in Duitsland op een hoger niveau, hetgeen een van de redenen is waarom de externe vermogenspositie en de betalingsbalans structureel sterker is dan die van de VS. Ten derde heeft de Bundesbank een veel betere anti-inflatie-reputatie dan de Federal Reserve.

Revaluatie van de gulden?

Wat betekenen de geschetste ontwikkelingen in Duitsland voor Nederland? Aangezien het monetaire beleid er sinds het begin van de jaren tachtig op gericht is de gulden binnen het EMS te koppelen aan de D-mark, is ook onze munteenheid de laatste jaren relatief sterk geapprecieerd ten opzichte van met name de dollar. Dit heeft een matigende uitwerking op de Nederlandse inflatie. Ook zal, zoals aangegeven, geen sprake behoeven te zijn van een forse vanuit Duitsland ingevoerde infla-

tie. Hieraan kan dus geen motivatie worden ontleend voor een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark, zoals dit is gesuggereerd door Brakman, De Haan en Jepma⁴. Een tweede argument dat Brakman e.a. aandragen is gebaseerd op de suggestie dat onze munt op het moment ondergewaardeerd is. In hun artikel worden berekeningen van de reële effectieve wisselkoers gepresenteerd die zijn gebaseerd op het concept van de koopkrachtpariteit. Bij hun conclusie dat de gulden is ondergewaardeerd, zijn enkele opmerkingen van belang. Ten eerste is de bruikbaarheid van het begrip koopkrachtpariteit voor discussie vatbaar. De auteurs geven dit ook zelf aan, maar ze zijn desalniettemin van mening dat het concept voor hun analyse voldoende aanknopingspunten biedt. Wij zijn een andere mening toegedaan. Koopkrachtpariteit hangt samen met arbitrage op de internationale goederen- en dienstenmarkten. Door de sterk toegenomen integratie van de internationale kapitaalmarkt, is het kwantitatieve belang van het internationale kapitaalverkeer echter veel groter geworden dan dat van de internationale handel. Dit betekent dat de wisselkoers tussen valuta's in toenemende mate afhankelijk wordt van het kapitaalverkeer, zeker op de wat kortere termijn. De huidige afname van de Duitse netto kapitaalvoer wijst daarom eerder op een reële appreciatie van de D-mark ten opzichte van de gulden, dan omgekeerd. Op de lange termijn wordt de reële wisselkoers voornamelijk bepaald door de wijze waarop de onderscheiden landen zich qua economische structuur ontwikkelen. Hierbij zijn zaken als de groei van het reële inkomen, het spaar- en investeringsklimaat, de ontwikkeling van de arbeidsparticipatie en de produktiviteitsontwikkelingen in de 'tradeables'-sectoren van belang. Deze factoren wijzen evenmin op een reële appreciatie van de gulden ten opzichte van de D-mark. Ten tweede merken we op dat, voor de conclusie dat de gulden momenteel ondergewaardeerd is, verder de veronderstelling essentieel is, dat de gulden zich aan het begin van de jaren tachtig op zijn evenwichtsniveau bevond⁵. Het is de vraag of dit een realistische aannahme is, gezien ook het feit dat de auteurs zelf opmerken dat zij, voor wat betreft de keuze van de basisperiode, "de jaren (...) kort na beide oliecrises (...) minder geschikt" achten⁶.

Het derde argument van Brakman e.a. voor een revaluatie van de gulden is om een schok aan te brengen in de financiële markten, die de Nederlandse nominale rente onder de Duitse zou kunnen brengen door onzekerheid te creëren in de wisselkoersverhouding tussen gulden en D-mark. Het rente-ecart ten opzichte van Duitsland wordt immers voornamelijk bepaald door wisselkoersverwachtingen. Daarbij kan de Nederlandse rentestand alleen onder de Duitse komen, wanneer de financiële markten rekening houden met een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark. Brakman e.a. gaan er met andere woorden van uit dat een revaluatie aanleiding zal geven tot verdere revaluatieverwachtingen. Dit lijkt ons onwaarschijnlijk. Eerder zal het aantasten van het vertrouwen in de vaste relatie tussen de gulden en de D-mark tot een hogere nominale rente in Nederland leiden. Door het losser maken van de band met de D-mark zullen de wisselkoersverwachtingen namelijk in mindere mate worden bepaald door de anti-inflatiereputatie van de Bundesbank en meer door de structuur van de Nederlandse economie. In dit verband maken de kwetsbare positie van de overheidsfinanciën, de gebrekkige werking van sommige delen van de arbeidsmarkt en de lage arbeidsparticipatie in Nederland een verdere revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark ongeloofwaardig. Veeleer zullen de financiële markten na een aanvankelijke revaluatie rekening houden met een toekomstige devaluatie en zullen zij een positief rente-ecart met Duitsland afdwingen om dit devaluatierisico te compenseren. Slechts een fundamenteel sterkere economie en een meer solide financieel-economisch beleid kunnen bijdragen aan een eventuele rentedaling ten opzichte van het Duitse niveau.

Naar een EMU

Brakman e.a. noemen zelf overigens ook twee nadelen van een revaluatie van de gulden. Zo wijzen zij op de

4. Het is overigens opmerkelijk dat deze auteurs zelf evenmin lijken uit te gaan van een scenario waarin de Duitse inflatie de pan uit rijst (Brakman e.a., op. cit., blz. 20). Dat hieraan ook internationaal een sterk geloof wordt gehecht blijkt wel uit de sleutelrol met betrekking tot het monetaire beleid, die de Bundesbank op het moment vervult binnen het EMS en bij de totstandkoming van een EMU.

5. Brakman e.a., op. cit., blz. 19.

6. Brakman e.a., op. cit., blz. 17.

voor een revaluatie ongunstige conjunctuurfase waarin ons land zich op het moment bevindt⁷ en realiseren zij zich dat een spilkoersaanpassing op gespannen voet staat met het streven naar een EMU. Dit laatste punt is onzes inziens fundamenteel. Een belangrijke grondgedachte achter de totstandbrenging van een EMU is namelijk het creëren van stabiliteit en zekerheid op wisselkoersgebied. Dit kan leiden tot kostenbesparingen bij de handel over de landsgrenzen, derhalve tot een intensiever handelsverkeer en daardoor tot een grotere internationale allocatieve efficiëntie. Nederland heeft zich aan het streven naar een EMU gecommitteerd. Een poging om de binnenlandse rente te verlagen ten opzichte van het Duitse niveau kan daarentegen slechts gebaseerd zijn op het creëren van onzekerheid. Een blijvend negatief ecart tussen de Nederlandse en de Duitse rente zal enkel tot stand zal kunnen komen indien de marktpartijen doorlopend appreciatieverwachtingen hebben van de gulden, indien zij dus continu twijfels koesteren over de Nederlandse 'commitment' bij het ontstaan van een EMU. Dat een monetair beleid dat gebaseerd is op het zaaien van verwarring sterk moet worden ontraden, behoeft geen nader betoog.

Wim Barentsen
Lans Bovenberg
Rob Mulder

De auteurs zijn werkzaam bij de directie Algemene Economische Politiek van het Ministerie van Economische Zaken. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Met dank aan J.H. de Groene, W.C. Middelkoop en J. van Sinderen voor nuttig commentaar.

7. Zie ook C.J. Oort, Een Europese muntunie vóór 2000?, *ESB*, 2 januari 1991, blz. 26-27.

Naschrift

Het artikel waarin wij beargumenteren waarom een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark bij een mogelijke toekomstige herschikking binnen het EMS het overwegen waard is, heeft Barentsen, Bovenberg en Mulder (BBM) niet overtuigd. In hun reactie gaan zij in op de drie hoofdpunten van ons betoog, de toegenomen inflatie(-verwachting) in Duitsland, de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers en de mate waarin de markt een lagere rente dan die in Duitsland wenst te accepteren.

Wat betreft de toegenomen inflatie(-verwachtingen) in Duitsland zijn wij met BBM van mening dat het waarschijnlijk is dat Duitsland prioriteit zal geven aan een anti-inflatiebeleid. Niettemin moet worden geconstateerd dat door de Duitse eenwording de (verwachte) inflatie in Duitsland is toegenomen¹. Dit blijkt heel duidelijk wanneer de meest recente *Economic Outlook* van de OESO, naast de andere bronnen wordt geplaatst die wij hebben aangehaald, variërend van enquêtes onder economen, simulatieresultaten van econometrische modellen tot verwachtingen van officiële instanties. Het beleidsprobleem dat door deze ontwikkeling ontstaat – en waarop BBM niet ingaan – is dat door de quasi-monetaire unie met Duitsland, Nederland in principe kan kiezen uit twee ongewenste gevolgen: of de inflatie(-verwachting) neemt ook in ons land toe, of onze (korte) rente stijgt wanneer de Duitse monetaire autoriteiten vast blijven houden aan hun strakke anti-inflatiebeleid. BBM zijn van mening dat de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers geen hulpmiddel kan zijn bij de vaststelling of een valuta over- of ondergewaardeerd is. De belangrijkste argumenten hierbij zijn dat op korte termijn de wisselkoersontwikkelingen eerder worden bepaald door kapitaalstromen dan door goederenarbitrage en dat de berekeningen gevoelig zijn voor de keuze van het basisjaar. Beide opmerkingen zijn juist, maar in het kader van ons betoog slechts ten dele relevant. Wij hebben nadrukkelijk vermeld dat alleen naar wisselkoersontwikkelingen op de lange termijn is gekeken, waarbij de (vaak omvangrijke) korte-termijnfluctuaties door kapitaalbewegingen buiten beschouwing zijn gelaten. Zoals ook in ons artikel is aangegeven, zijn wij van mening dat de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers (mits op verschillende manieren berekend) een indicatie geeft van de trendmatige ontwikkelingen van de evenwichtswaarde van de wisselkoers. Het valt immers niet goed in te zien dat fundamentele verschillen in het concurrentievermogen tussen landen, veroorzaakt door bij voorbeeld verschillen in technische ontwikkelingen, investeringsklimaat of arbeidsparticipatie geen wezenlijke invloed hebben op de waarde van een valuta en dat deze verschillen niet tevens de richting van de kapitaalstromen zouden beïnvloeden. De verschillende berekenin-

gen wijzen – bij het door ons gekozen basisjaar 1979 – op een trendmatig ondergewaardeerde gulden. Volgens BBM wijst de huidige teruggang in de uitvoer van Duits kapitaal echter eerder op een "reële appreciatie van de D-mark ten opzichte van de gulden, dan omgekeerd"². Dit argument is niet relevant. In de eerste plaats hebben wij het, zoals gezegd, over trendmatige ontwikkelingen en niet over relatief korte-termijnfluctuaties veroorzaakt door kapitaalbewegingen. Daarnaast kan het teruglopen van de kapitaaluitvoer wijzen op een teruglopend spaaroverschot van de Duitse economie mede onder invloed van de kosten van de eenwording. Wat betreft de keuze van de basisperiode (1979) kunnen wij kort zijn. Andere jaren rond 1979 geven ruwweg dezelfde uitkomst, namelijk dat de gulden ondergewaardeerd is. Het derde argument van ons betoog wordt door BBM onzorgvuldig weergegeven. Wij hebben niet gesteld dat er onzekerheid over de wisselkoers moet worden gecreëerd. Door het bestaan van een psychologische bodem voor de Nederlandse rente, kan Nederland niet profiteren van de potentiële rentedaling die mogelijk zou zijn wanneer de Nederlandse economie zich gunstiger ontwikkelt dan de Duitse. Een eenmalige wisselkoersschok bij een mogelijke herschikking binnen het EMS zou dit kunnen doorbreken. Dat er permanent een appreciatieverwachting moet worden gecreëerd, lijkt ons onjuist. Renteverschillen worden immers niet alleen veroorzaakt door wisselkoersverwachtingen, maar ook door risico. Zoals Oort aangaf, zou een opwaardering van de gulden ten opzichte van de D-mark de risico-opslag mogelijk "de nek om draaien en misschien zelfs in een risicopremie doen omslaan"³.

S. Brakman, J. de Haan, C.J. Jepma

1. Het onderscheid dat BBM maken ten aanzien van 'tradeables' en 'non-tradeables' is hierbij niet relevant aangezien op de langere termijn alle sectoren in de economie met het buitenland in contact staan. Zie bij voorbeeld Ethier, *Modern international economics*, Londen, 1988, blz. 393-402.

2. Het is niet duidelijk wat BBM met 'reële appreciatie' bedoelen in het kader van over- en ondergewaardeerde valuta's. Wij hebben erop gewezen dat ook de D-mark op basis van de reële effectieve wisselkoers is ondergewaardeerd, maar dat dit ten aanzien van de gulden in sterkere mate het geval is.

3. C.J. Oort, Een Europese muntunie vóór 2000?, *ESB*, 2 januari 1991, blz. 26.