

Reële loonmatiging en de harde gulden

Bart van Riel en Alman Metten

De discussie over de vraag wat de effecten van koersstijgingen op de concurrentiepositie en de winstmarges van de open sector in de economie zijn, is niet nieuw, maar wel actueel. In dit commentaar wordt betoogd dat de appreciaties van de gulden tot een daling van de winsten leiden, maar dat dit wordt (over) gecompenseerd door matiging van de reële lonen. Wij vragen ons af of, gezien het effect van loonmatiging op de binnenlandse bestedingen, het zinvol is de appreciaties te blijven compenseren met reële loonmatiging.

We ontwikkelen onze stelling in een kritiek op het standpunt van de Nederlandsche Bank (DNB). Deze is van mening dat appreciaties op termijn geen invloed hebben op de concurrentiepositie en de winstmarges in de open sector van de economie. Mogelijke negatieve effecten van de recente appreciaties op de uitvoer zullen volgens DNB dan ook beperkt blijven. Het positieve effect van de appreciatie is een lage reële rente. Per saldo zullen de appreciaties een gunstige uitwerking op de economische groei hebben volgens de Bank.

1. Appreciaties en reële wisselkoersen

Volgens DNB heeft een koersstijging van de gulden op lange termijn geen invloed op de prijsconcurrentiepositie of de winstmarges in de open sector. Als indicatie voor de prijsconcurrentiepositie gebruikt de Bank de reële wisselkoers. Deze is gedefinieerd als de nominale wisselkoers gecorrigeerd voor het verschil tussen de Nederlandse en de buitenlandse prijzen. De reële wisselkoers is aldus gelijk aan de verhouding tussen de Nederlandse en de buitenlandse uitvoerprijzen uitgedrukt in buitenlandse valuta:

reële wisselkoers = (prijzen_{n1} * koers fl) / prijzen_{buitenland}

Stijgen de Nederlandse prijzen uitgedrukt in vreemde valuta (prijzen_{n1} * koers fl) ten opzichte van het buitenland, dan stijgt ook de reële wisselkoers, wat dus neer komt op een verslechtering van de prijsconcurrentiepositie. Dit zal gebeuren wanneer de gulden bij gelijkblijvende prijzen (in nationale valuta) apprecieert.

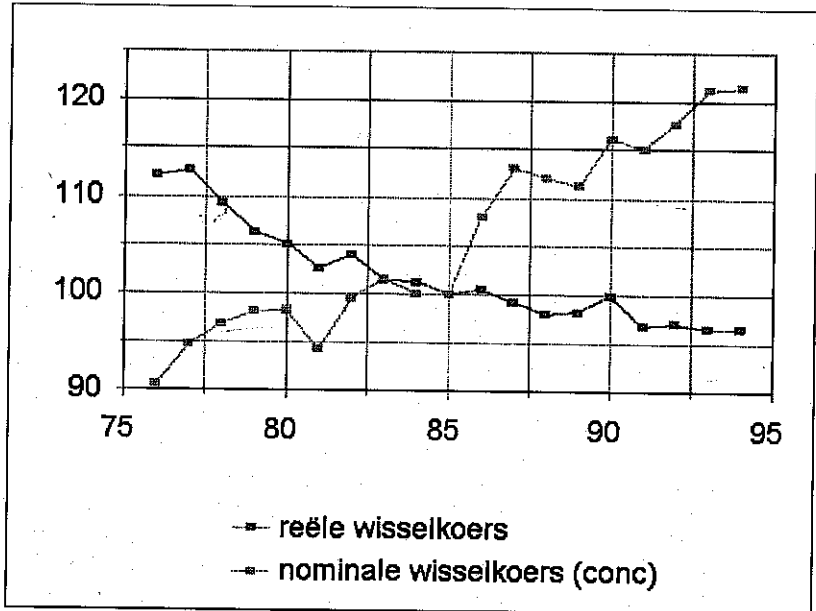
DNB argumenteert nu dat ondernemers bij een koersstijging van de gulden hun exportprijzen in buitenlandse valuta onveranderd laten, waardoor de reële wisselkoers constant blijft (DNB 1995, 16). Dit impliceert een daling van de prijzen uitgedrukt in guldens (prijzen_{n1}), wat op korte termijn ten koste gaat van de winstmarges. Maar de appreciatie leidt ook tot lagere invoerprijzen. Deze werken door in lagere consumptieprijzen en nominale lonen, wat volgens de Bank op den duur de winstmarges herstelt¹. Mits de lonen zonder veel vertraging reageren op de lagere inflatie hebben koersstijgingen op termijn noch effect op de reële wisselkoers, noch op de winstmarges in de exportindustrie. Omdat de harde gulden de wisselkoersverwachting in positieve zin beïnvloedt, kan de rente dalen en zal het effect van de appreciatie per saldo dus gunstig zijn voor de economie.

Het feit dat ondanks de forse nominale appreciatie van de gulden sinds 1985 de reële wisselkoers weinig veranderd is (Grafiek 1), lijkt de stelling van DNB te bevestigen dat ondernemers hun prijzen, uitgedrukt in buitenlandse valuta, onveranderd laten. De in de afbeelding zichtbare divergentie tussen de ontwikkeling van de reële en de nominale koers weerspiegelt het feit dat Nederland als kleine en open economie prijsnemer op de wereldmarkten is².

¹ Het is in principe ook voor te stellen dat de exporteurs hun guldens prijzen onveranderd laten, waardoor hun prijzen in buitenlandse valuta stijgen. Dit laat de winstmarges intact, maar gaat ten koste van de marktaandeelen omdat de reële wisselkoers op korte termijn stijgt. Naar analogie van de redenering van DNB zal op termijn de reële wisselkoers weer dalen vanwege de lagere inflatie tegenover het buitenland als gevolg van de daling van de door de koersstijgingen geïnduceerde daling van de invoerprijzen.

² In Duitsland is volgens de Europese Commissie na 1987 de reële wisselkoers samen met de nominale wisselkoers gestegen, wat betekent dat de appreciatie van de Duitse mark geleid heeft tot een verslechtering van de concurrentiepositie (European Economy 1996, 83). Volgens DNB is dit niet het geval en hebben ook de Duitse exporteurs hun buitenlandse prijzen onveranderd gelaten, waardoor de concurrentiepositie niet verslechterd is door de appreciaties. Maar anders dan in Nederland heeft dit volgens DNB geleid tot aantasting van de winstmarges (DNB 1995, 18).

Grafiek 1 Reële en nominale koers van de gulden volgens DNB



Toelichting: de nominale koers is de effectieve koers ten opzichte van concurrenten. De reële wisselkoers corrigeert de nominale koers voor het prijsverschil met het buitenland (zie tekst).

2. Loonmatiging en appreciaties

Wanneer er vanuit gegaan wordt dat ondernemers bij een appreciatie van de gulden hun buitenlandse prijzen inderdaad constant houden, dan rijst de vraag welke lange termijn effecten dit heeft op hun winstmarges. Op korte termijn zullen de winstmarges immers dalen door de lagere prijzen uitgedrukt in guldens. Zoals gezegd gaat DNB er volgens ons vanuit dat de initiële daling van de winstmarges hersteld wordt door lagere nominale lonen als gevolg van lagere consumptieprijzen. De daling van de consumptieprijzen komt tot stand door lagere invoerprijzen als gevolg van de appreciaties. Om de initiële daling van de winstmarges ten gevolge van de appreciatie te herstellen zal de daling van de consumptieprijzen ceteris paribus even groot

moeten zijn als de daling van de uitvoerprijzen uitgedrukt in guldens³. Vergelijken we echter de gemiddelde groeivoeten van de consumptieprijzen en de uitvoerprijzen over de periode 1985-94, dan zien we dat de groeivoet van de consumptieprijzen (2%) beduidend hoger ligt dan die van de uitvoerprijzen (-1%). Onder de aanname dat voor de ontwikkeling van de nominale lonen de consumptieprijzen en niet de uitvoerprijzen relevant zijn, zou louter op basis van deze relatieve prijsontwikkeling een daling van de winstmarges op lange termijn verwacht mogen worden. Uit het verloop van de loonquote (tabel 1) valt echter op te maken dat de winstmarges niet gedaald zijn in de open sector van de economie. Integendeel, gemiddeld genomen is er zelfs nog sprake van een daling van de loonquote, wat op een verbetering van de winstmarges wijst. Door de loonmatiging in de meest recente jaren is de loonquote weer teruggekeerd op het historisch zeer lage niveau dat in 1989 werd bereikt (Grafiek 3)⁴.

Om inzicht te krijgen in waarom de loonquote ondanks het achterblijven van de uitvoerprijzen bij de consumptieprijzen niet gestegen is na 1985, is de groeivoet van de loonquote in tabel 1 nader ontleed in de groeivoet van de reële lonen, arbeidsproductiviteit en het verschil tussen de deflator van de toegevoegde waarde en de consumptieprijzen, het relatieve prijzen effect. Dit relatieve prijzen effect weerspiegelt het bovengenoemde verschil tussen de uitvoer- en consumptieprijzen⁵.

³ Dit valt als volgt in te zien. Een constante winstmarge impliceert dat de groeivoet van de loonquote gelijk is aan nul. Deze laatste is per definitie gelijk aan $lq = (w-pc) - y/l - (py-pc)$ (zie voor een afleiding van Riel 1988, 76-77). Veronderstellen we dat de groeivoet van de reële lonen $(w-pc)$ gelijk is aan die van de arbeidsproductiviteit (y/l) , dan impliceert een constante loonquote dat $py=pc$ (de groeivoet van de deflator voor de toegevoegde waarde is gelijk aan de groeivoet van de consumptieprijzen). Nu is py per definitie gelijk aan $py = \alpha pa - (\alpha-1)pm$ ($\alpha > 1$), waarbij pa en pm respectievelijk de groeivoeten van de prijs van de afzet en de prijs van de invoer zijn (in guldens) en α een parameter is. Onder de veronderstelling dat ondernemers hun prijzen in buitenlandse valuta constant laten bij een appreciatie, is pa gelijk aan $-e$ (de groeivoet van de koers). Bij constante invoerprijzen op de wereldmarkt is ook pm gelijk aan $-e$, zodat $py = -e$. De loonquote en de winstmarges zullen dus constant blijven als $pc = -e$. Is $pc > pa$ ($= -e$) dan zal ceteris paribus de loonquote stijgen (en de winstmarges dalen).

⁴ De stijging van de loonquote in de recessie aan het begin van de negentiger jaren is maar voor een deel terug te voeren op de cyclische ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. De belangrijkste oorzaak van de stijging van de loonquote in deze periode was het achterblijven van de groeivoet van de deflator van de toegevoegde waarde bij de consumptieprijsstijging, wat voor een belangrijk deel terug te voeren is op de sterke appreciatie van de gulden gedurende deze periode.

⁵ Dit geldt onder de vooronderstelling van constante invoerprijzen op de wereldmarkt (zie voetnoot 3). Bij dalende invoerprijzen op de wereldmarkt zal het verschil tussen de deflator van de toegevoegde waarde en de consumptieprijzen kleiner zijn dan het verschil tussen uitvoerprijzen en consumptieprijzen (zie voetnoot 6).

Tabel 1: Componenten van de groeivoet van de loonquote in de verwerkende industrie

	loonquote =	reëel loon	- arbeids- prod.	- relatieve prijzen
1986	-1.7	1.8	-0.1	3.9
1987	-2.2	2.4	0.2	0.1
1988	-5.9	-0.1	2.9	3.3
1989	-3.1	-0.9	3.1	-0.7
1990	0	0.4	1.3	-0.9
1991	2.2	1.2	0.8	-1.7
1992	4.9	2.3	0.4	-2.8
1993	1.3	0.7	1.2	-1.7
1994	-4.0	-0.3	7.5	-3.5
1995	-3.1	0.1	3.8	-0.4
1996	-1.6	-0.2	2.5	-0.9
gemid. 86-96	-0.8	0.7	2.1	-0.5
gemid. 89-96	-0.4	0.4	2.6	-1.6

Bron: eigen berekeningen op basis van cijfers van het Centraal Planbureau
Toelichting: Per definitie geldt de relatie $lq = (w-pc) - y/l - (py-pc)$.
 Waarbij lq de groeivoet van de loonquote is, $(w-pc)$ de groeivoet van het reëel loon is, y/l de groeivoet van de arbeidsproductiviteit en $(py-pc)$ de groeivoet van de relatieve prijs van de toegevoegde waarde t.o.v. de prijs van consumptiegoederen. Zie van Riel (1988) voor een soortgelijke analyse van de ontwikkeling van de loonquote in eerdere periodes.

Uit deze tabel blijkt dat de opwaartse druk op de loonquote van het verschil tussen de deflator van de toegevoegde waarde en de consumptieprijzen gecompenseerd wordt door het achterblijven van de gemiddelde reële loonontwikkeling bij de gemiddelde stijging van de arbeidsproductiviteit.

Zou deze reële loonmatiging dus achterwege zijn gebleven dan zou ceteris paribus de winstmarge wél gedaald zijn ten gevolge van de appreciatie van de gulden.

Naast de reële loonmatiging heeft ook de daling van de olieprijsen in de tweede helft van de jaren tachtig ervoor gezorgd dat de winstmarges niet onder druk kwamen door de appreciatie van de gulden. Deze daling van de olieprijsen op de wereldmarkt overtrof de waardeinstijging van de gulden, zodat ook in guldens uitgedrukt de olieprijs nog fors daalde in de tweede helft van de tachtiger jaren. Een daling van de invoerprijsen op de wereldmarkt leidt ceteris paribus tot een daling van de loonquote⁶. De conclusie dat het vooral dankzij de reële loonmatiging is geweest dat de loonquote niet is gestegen ondanks de druk van het verschil tussen de deflators van de toegevoegde waarde en de consumptieprijzen, geldt met name voor de periode 1989-1996 (laatste rij van tabel 1).

Het bovenstaande impliceert dat nominale koersveranderingen per saldo wél ten koste kunnen gaan van de winstmarges in de industrie. Dit wordt bevestigd door een recente enquête onder 300 grote Nederlandse industriële ondernemingen. Hieruit bleek dat twee derde van de bedrijven van mening was dat appreciaties ten koste gaan van de winstmarges in de industrie (Knoester et al. 1995)⁷. Dat de winstmarges in de Nederlandse industrie desondanks niet zijn aangetast komt door de matiging van de reële lonen. Dit kan ook worden omgedraaid: ondanks het feit dat Nederland in internationaal opzicht al jaren kampioen loonmatiging is - zowel in nominale termen als in reële termen en zowel uitgedrukt in de eigen valuta als in een gemeenschappelijke valuta - is de concurrentiepositie na 1985 nauwelijks verbeterd door de appreciaties van de gulden (European Economy 1996, 104-105). Vanuit dit gezichtspunt is het niet verwonderlijk dat in de periode vòòr 1985, toen de koersstijging beperkt was, de loon- en prijsmatiging wél geleid heeft tot een substantiële verbetering van de concurrentiepositie.

⁶ Dit valt als volgt in te zien. Onder de veronderstelling van constante koersen en wereldhandelsprijzen voor industrieproducten, geldt dat de groeivoet van de prijs van de toegevoegde waarde gelijk is aan $py = -(\alpha - 1)pm$. Veronderstellen we verder dat de groeivoet van de prijs van consumptiegoederen gelijk is aan $pc = \beta(w - y/l) + (1 - \beta)pm$, en dat $w = pc + y/l$, dan volgt daaruit dat $pc = pm$. Het verschil $py - pc$ is nu gelijk aan: $-\alpha pm$ ($\alpha > 1$). Daalt pm dan is $(py - pc) > 0$, en zal de loonquote ceteris paribus ook dalen. Dit effect wordt in de praktijk nog versterkt doordat bij een daling van de energieprijzen de gemiddelde invoerprijs voor de industrie meer daalt dan de gemiddelde invoerprijs van consumptiegoederen.

⁷ Uit deze enquête blijkt verder dat 55% van het geënquêteerde bedrijfsleven van mening is dat per saldo de nadelen van een harde gulden de voordelen ervan domineren. Dat desondanks 83% voor het handhaven van de koppeling van de Nederlandse gulden aan de Duitse mark is laat zich volgens ons vooral verklaren aan het belang dat wordt gehecht aan een stabiele wisselkoers met de belangrijkste handelspartner.

3. Waarom leiden appreciaties tot lagere winsten?

De vraag die nog beantwoord moet worden is waarom de door de koersstijging geïnduceerde daling van de invoerprijzen onvoldoende zou zijn om het directe effect van de koersstijging op de gemiddelde winstmarges in de industrie te compenseren. Hiervoor kunnen twee redenen worden aangevoerd.

Een eerste reden is gelegen in de frequentie van de appreciaties sinds 1985 (zie ook Leering 1995). Dit heeft te maken met het feit dat de door de appreciatie geïnduceerde daling van de invoerprijzen pas met een vertraging volledig doorwerkt in lagere nominale lonen en inflatie⁸. Als nu echter voordat het effect volledig is doorgewerkt, nieuwe appreciaties optreden dan kan het effect van lagere invoerprijzen op de consumentenprijzen en de nominale lonen langdurig blijven achterlopen bij het directe effect van de koersstijgingen op de reële wisselkoers en/of de winstmarges in de export-sector.

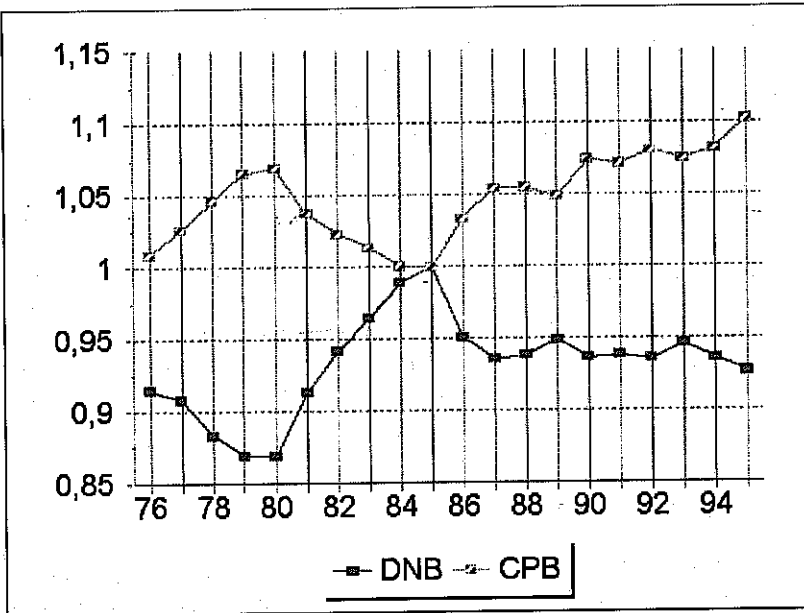
Een tweede reden waarom de door de koersstijging geïnduceerde daling van de invoerprijzen onvoldoende is geweest om het directe effect van de koersstijging op de winstmarges in de industrie te compenseren is dat de invloed van de nominale koersveranderingen niet symmetrisch uit hoeft te werken op de invoer- en de afzetprijzen. Volgens Donselaar en Knoester (1995) is de mismatch tussen het effect van de koersbewegingen op de invoer- en afzetprijzen met name bij de dollar groot: een zachte dollar zou meer effect hebben op de afzetprijzen dan op de invoerprijzen en aldus schadelijk zijn voor de winstmarges in de open sector⁹.

Om na te gaan of er van bovengenoemde mismatch sprake is geweest wordt de effectieve koers van de gulden ten opzichte van een gewogen gemiddelde van de valuta van onze belangrijkste leveranciers vergeleken met de effectieve koers van de gulden ten opzichte van een gewogen gemiddelde van de valuta van onze belangrijkste concurrenten. Cijfers van het Centraal Planbureau (CPB) bevestigen vervolgens de mismatch: volgens deze cijfers is de leverancierskoers van de gulden sinds 1985 minder gestegen dan de

⁸ Donselaar en Knoester (1995) gaan zelfs van een vertraagde doorwerking van de appreciaties op de prijs- en loonvorming van 5 jaar uit.

⁹ Dat de mismatch tussen leveranciers- en concurrentiekoersen tot een daling van de winstmarges leidt, valt als volgt in te zien. Onder de vooronderstelling dat alleen de koersen veranderen, en dat ondernemers hun prijzen in buitenlandse valuta constant laten, is de groeivoet van de prijs van de afzet p_a gelijk aan $-ec$ (de concurrentiekoers) en zal p_m gelijk zijn aan $-el$ (de leverancierskoers). De groeivoet van de prijs van de toegevoegde waarde is nu gelijk aan $p_y = -\alpha ec + (\alpha - 1) el$. Veronderstellen we weer dat de groeivoet van de prijs van de consumptiegoederen gelijk is aan $p_c = \beta (w - y/l) + (1 - \beta) p_m$ en dat $w = p_c + y/l$, dan is $p_c = -el$. Het verschil $p_y - p_c$ is nu gelijk aan $\alpha(el - ec)$, waarbij $\alpha > 1$. Is $el < ec$, dan is $(p_y - p_c) < 0$, en zal de loonquote ceteris paribus stijgen.

Grafiek 2 Verhouding tussen de concurrentie- en de leverancierskoers



Toelichting: ratio van c-koers/l-koers, waarbij c-koers de effectieve koers tegenover concurrenten en de l-koers de effectieve koers tegenover leveranciers is. Een toename van de ratio betekent dus dat de concurrentiekoers sterker gestegen is dan de leverancierskoers.

Bron: eigen berekening op basis van CPB en DNB cijfers.

concurrentiekoers. DNB komt op dit punt echter tot een tegenovergestelde conclusie: sinds 1985 zou de leverancierskoers van de gulden juist meer gestegen zijn dan de concurrentiekoers (Grafiek 2).

De aanzienlijke verschillen tussen de cijfers van het CPB en DNB hangen samen met het gewicht dat toegekend wordt aan de dollar in de berekening van de effectieve koersen. Het CPB kent in zowel de berekening van de effectieve koers ten opzichte van concurrenten als van leveranciers, een gewicht toe dat groter is dan wat op basis van het handelsgewicht van de VS

verwacht kan worden. Het CPB gaat er vanuit dat alle niet-OECD landen hun handel in dollars afwikkelen en bovendien dat het concurrentiegewicht van deze landen zowel groter is dan het leveranciersgewicht als het afne-

mersgewicht¹⁰. Hierdoor leidt een appreciatie van de gulden tegenover de dollar volgens de berekeningen van het CPB tot een hogere nominale koers tegenover concurrenten dan tegenover leveranciers.

In de rekenwijze van DNB is het dollargewicht bij de berekening van de leverancierskoers van de gulden juist het grootst, waardoor deze het meest stijgt als de dollar daalt. Bij de berekening gaat DNB er ook van uit dat aan de dollar een groter gewicht moet worden toegekend dan op basis van haar handelsgewicht verwacht zou mogen worden (25%). Maar bij de berekening van de concurrentiekoers neemt DNB echter alleen het handelsgewicht van de VS (9%) als uitgangspunt¹¹. Deze berekeningswijze van DNB lijkt ons moeilijk te verdedigen. Wij menen dan ook, op basis van de cijfers van het CPB, dat de bovenbeschreven mismatch tussen concurrentie- en leverancierskoersen, samen met de frequentie van de appreciaties, verklaard waarom de door de koersstijging geïnduceerde daling van de invoerprijzen onvoldoende zou zijn om het directe effect van de koersstijging op de gemiddelde winstmarges in de industrie te compenseren.

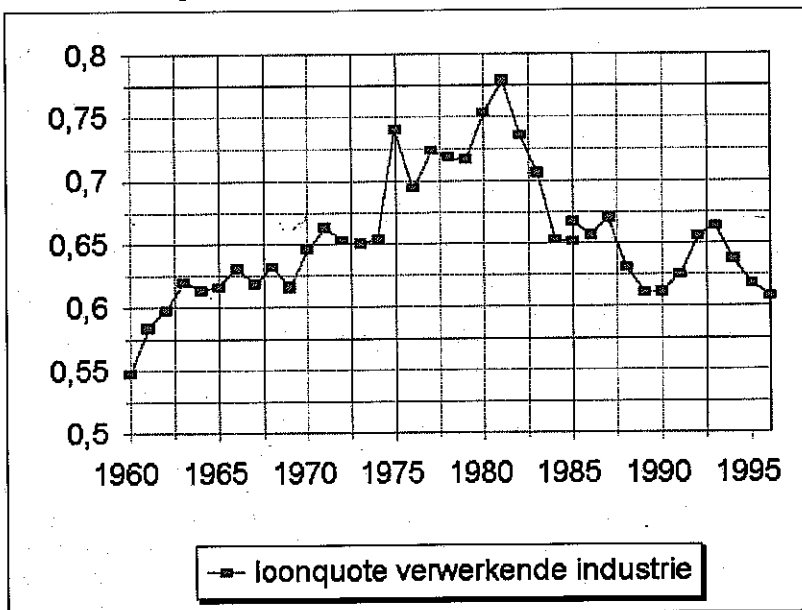
4. Consequenties voor de loon- en wisselkoerspolitiek

In het bovenstaande hebben we aangegeven dat in onze ogen appreciaties op zich genomen tot een verslechtering van de concurrentiepositie en/of een daling van de winstmarges leiden, maar dat het effect van de appreciaties wordt opgevangen door reële loonmatiging. De huidige matiging van de lonen is hiervan een voorbeeld. Wij vragen ons af of het zinvol is om de appreciatie van de gulden met matiging van de reële lonen te blijven compenseren en hiermee het huidige historisch lage niveau van de loonquote te consolideren (zie Grafiek 3).

¹⁰ Uit de berekeningen van het Ecu institute (1995, 70-73 en 142) komt naar voren dat in 1992 ongeveer de helft van de wereldhandel in dollars afgerekend werd. Bij de berekening van de concurrentiegewichten gaat het CPB terecht van de potentiële concurrentie uit en niet van de afzetgewichten (Donselaar en Knoester 1995, 180-181). Hierdoor kan het concurrentiegewicht van de niet-OECD landen (met name Azië) groter zijn dan het leveranciersgewicht van deze landen, ondanks het feit dat Nederland meer invoert uit deze landen dan uitvoert.

¹¹ Omdat DNB bij de berekening van de concurrentiekoers van een dollargewicht van 9% uitgaat, terwijl het CPB met een dollargewicht in de concurrentiekoers van 31% rekent, stijgt de concurrentiekoers van het CPB na 1985 als gevolg van de appreciatie van de gulden tegenover de dollar meer dan de concurrentiekoers van DNB. Dit verklaart ook waarom er volgens het CPB na 1985 sprake is van een licht stijgende reële wisselkoers (een verslechtering van de prijsconcurrentiepositie), terwijl DNB, zoals uit Grafiek 1 blijkt, uitgaat van een lichte daling van de reële wisselkoers na 1985.

Grafiek 3 Loonquote in de verwerkende industrie 1960-1996



Bron: eigen berekening op basis van cijfers van het Centraal Plan Bureau.

De matiging van de reële lonen beperkt de groei van de consumptieve bestedingen. Dat de groei van de consumptieve bestedingen in internationaal opzicht desondanks (nog) niet uit de toon is gevallen komt door drie factoren. Ten eerste legt de groei van de werkgelegenheid in de afgeschermd sector een bodem onder de groei van de consumptieve bestedingen. Ten tweede heeft vooral in de tweede helft van de jaren tachtig lastenverlichting het effect van de loonmatiging op de koopkracht gemitigeerd¹². Ten derde heeft zich in Nederland, in afwijking van het buitenland, aan het begin van de jaren negentig een daling van de spaarquote van gezinnen voorgedaan (CPB 1995, 88). Een vergaande lastenverlichting voor de burgers, welke de koopkrachteffecten van loonmatiging mitigeert, is in de toekomst onwaar-

¹² De jaarlijks gemiddelde groeivoet van het reëel vrij beschikbaar inkomen bedroeg in de periode 1985-1990 1,8%. Zonder de lastenverlichting zou het reëel vrij beschikbaar inkomen periode met jaarlijks gemiddeld 0,4% gestegen zijn. Over de periode 1991-1996 steeg het reëel vrij beschikbaar inkomen met jaarlijks gemiddeld 0,3%. Zonder lastenverlichting zou het reëel vrij beschikbaar inkomen in deze periode constant gebleven zijn (eigen berekeningen op basis van cijfers van het CPB).

schijnlijk. Het CPB rekent in een bepaald scenario zelfs met een lastenverzwaring voor 1997, waardoor de groei van de consumptieve bestedingen ten opzichte van 1996 zal afnemen. Het reeds lage niveau van de vrije gezinsbesparingen zet een limiet aan een verdere daling van de gezinsbesparingen. Beide factoren maken het meer waarschijnlijk dat de gezinnen in de toekomst in hun consumptiegedrag de gematigde inkomensontwikkeling in Nederland zullen volgen¹³.

Hoewel de groei van de gezinsconsumptie, gezien de inkomensontwikkeling per werknemer, nog redelijk op peil is gebleven, heeft de consumptie in het verloop van de afgelopen conjuncturele opgang, de aandrijffunctie van export en investeringen niet overgenomen. Een "normale" conjuncturele opgang begint met een versnelling van de exportgroei, waarna de investeringen aantrekken, en tenslotte, door de vertraagde reactie van de werkgelegenheids- en inkomensgroei, de consumptieve bestedingen. Dat laatste is, zoals het CPB eerder voorspelde (CPB 1995, 74), in de afgelopen conjunctuur-opgang, die in het midden van 1995 eindigde, niet gebeurd. Dit zou mede het vlakke verloop van de afgelopen conjuncturele opgang kunnen verklaren, die DNB (1996, 14) constateert¹⁴.

Door de reële lonen niet te matigen kunnen de winstmarges door de appreciaties blijvend op een lager niveau uitkomen. Hier zijn natuurlijk grenzen aan, zoals de ervaring in de zeventiger jaren geleerd heeft, toen door een combinatie van een harde gulden, stijgende invoerprijzen, en "real wage resistance", de loonquote sterk steeg, wat een daling van de investeringsquote tot gevolg had¹⁵. Maar aangezien de loonquote sindsdien weer scherp gedaald is (Grafiek 3), en zich nu op een historisch laag niveau bevindt, zijn wij van mening dat deze grenzen nog niet bereikt zijn¹⁶. Een verdere indicatie hiervoor is dat het traditionele spaartekort van bedrijven bijna verdwenen is. De bedrijfsbesparingen zijn in de tachtiger jaren veel sneller gestegen dan de bedrijfsinvesteringen. Zoals het Centraal Planbureau schrijft (CPB 1995,

¹³ De stijging van de groeivoet van de consumptieve bestedingen in het eerste kwartaal van 1996 ten opzichte van het voorafgaande jaar is grotendeels op incidentele factoren toe te schrijven (CPB 1996, 580-581). Het CPB verwacht dat deze groei in 1996 weer zal afzakken, en op het niveau van 1995 (2%) terecht zal komen. Voor 1997 en verder verwacht het CPB, zelfs in haar meest gunstige scenario, een groei van de consumptieve bestedingen die niet boven de 2% uitkomt. In haar behoedzame scenario rekent het CPB met een toekomstige groei van de consumptieve bestedingen van 1.5%.

¹⁴ Het vlakke verloop van de laatste conjuncturele opgang in Nederland, ondanks het lage niveau van de reële rente, kan niet los worden gezien van de afvlakking van de groei in Duitsland, die op haar beurt niet los kan worden gezien van de appreciatie van de Duitse mark in 1995.

¹⁵ De stijging van de loonquote in de jaren zeventig wordt geanalyseerd in van Riel (1988).

¹⁶ Hier ligt een verschil met de Duitse situatie, waar nauwelijks ruimte voor een agressievere loonpolitiek bestaat. Dit heeft te maken met het feit dat de Duitse lonen in de jaren tachtig veel minder gematigd zijn dan de Nederlandse en door de hoge kosten van de Duitse Eenwording (zie verder van Riel 1995, hoofdstuk 6).

78), weerspiegelt het structurele overschot op de lopende rekening in hoge mate de bij de interne financieringsmogelijkheden achterblijvende bedrijfsinvesteringen. Vanaf een gegeven moment lijkt een daling van de loonquote een onvoldoende voorwaarde te worden voor het aantrekken van de investeringsactiviteit¹⁷. Vanaf dat moment leidt een verdere daling van de loonquote tot structurele onderbesteding en kapitaalexport.

Op korte termijn zijn er weinig mogelijkheden om de appreciaties zelf te beïnvloeden¹⁸. Deze appreciaties hangen immers samen met het beleid dat in andere landen gevoerd wordt en met het huidige wisselkoersregime. Dit wisselkoersregime zal met de komst van de Europese muntunie veranderen. Voor de hieraan deelnemende landen betekent dit dat ze minder gevoelig voor wisselkoersschommelingen zullen worden. Hiervoor zijn drie redenen aan te geven¹⁹. De eerste reden is dat de Europese muntunie tot eliminatie van de intra-Europese wisselkoersen leidt. Dit ligt voor de hand. De tweede reden is dat verwacht kan worden dat op den duur steeds meer goederen die Europa in- en uitvoert, zonder tussenkomst van de dollar, direct op de wereldmarkt in euro's kunnen worden afgerekend. De derde reden is dat de grotere omvang van de markt voor euro's ertoe zal leiden dat een eventuele vlucht uit de dollar in de euro tot minder koersbewegingen zal leiden als voorheen bij een dollarvlucht in de Duitse mark het geval was (Collignon 1996).

De Europese muntunie biedt in onze ogen dus een kans om tot stabielere wisselkoersen te komen. Op zich genomen kan hierdoor in de toekomst loonmatiging weer effectief worden om de Nederlandse concurrentiepositie te verbeteren. Of dit ook daadwerkelijk zal gebeuren valt echter nog te bezien. De Europese commissie beveelt nu immers een loonmatigingsbeleid voor alle lid-staten aan, waardoor het moeilijker zal worden een kostenvoorsprong op onze Europese concurrenten te behalen. Door voortgezette loonmatiging in alle Europese landen ontstaat het gevaar van een deflationaire spiraal met alle gevolgen voor de werkgelegenheid van dien (Metten 1996).

Literatuur

Centraal Planbureau, 1996, De weg omhoog, *Economisch Statistische Berichten*, 81, 580-582

Centraal Plan Bureau, *Centraal Economisch Plan*, 1995

¹⁷ De "structuralistische" macro-economie (Taylor 1991) geeft hiervoor een theoretische onderbouwing.

¹⁸ Het is te verwachten dat een iets agressievere loonpolitiek de geloofwaardigheid van de koppeling van de gulden aan de mark op korte termijn nauwelijks zal beïnvloeden.

¹⁹ Zie hiervoor uitgebreider Metten en van Riel (1996).

- Collignon, S., 1996, *The international dimension of Emu*, working paper 14, Association for the Monetary Union in Europe, Paris
- De Nederlandsche Bank, 1995, *Kwartaalbericht juni*
- De Nederlandsche Bank, 1996, *Kwartaalbericht juni*
- Donselaar, P. en A. Knoester, 1995, Gevolgen van wiselkoersveranderingen op macro- en mesoniveau, *Maandschrift Economie*, 59, 179-202
- ECU institute (eds.), 1995, *International currency competition and the future role of the single European currency*, London
- European Economy*, 1996, 61
- Knoester, A., R.M. van der Linden en E.A. Schipper, 1995, Omgaan met de harde gulden, *Economisch Statistische Berichten*, 80, 1134-1136
- Leering, R., 1995, Harde gulden heeft ook nadelen, *Volkskrant 19 december*
- Metten, A., 1996, Bezuinigingen is funest voor Europese economie, *Volkskrant 29 juni*
- Metten, A. en B. van Riel, 1996, *De strijd om de EMU. Economisch beleid aan banden?*, Amsterdam
- Riel, B. van, 1988, *Was er in Nederland sprake van winsterosie?*, in: Plasmeijer, H.W.(red.), *De theoretische grondslagen van economisch beleid*, Groningen
- Riel, B. van, 1995, *Unemployment divergence and coordinated systems of industrial relations*, Frankfurt/Main
- Taylor L., 1991, *Income distribution, inflation and growth*, Cambridge MA