

# Beleidsonzekerheid in Nederland

Internationaal onderzoek suggereert dat onzekerheid over overheidsbeleid de economische activiteit kan afremmen. Op basis van berichtgeving in Nederlandse kranten wordt een index van onzekerheid over economisch beleid gepresenteerd. De beleidsonzekerheid nam eind 2008 fors toe, met een aantal opvallende pieken. Of de toegenomen beleidsonzekerheid de economische activiteit ook daadwerkelijk beïnvloedt, is voor Nederland vooralsnog moeilijk vast te stellen.

**LARS KROESE**  
Beleidsmedewerker  
bij het Ministerie  
van Financiën

**SUZANNE KOK**  
Coördinerend be-  
leidsmedewerker bij  
het Ministerie van  
Financiën

**JANTE  
PARLEVLIT**  
Senior econoom bij  
De Nederlandsche  
Bank

**E**conomen wijzen al lange tijd op de mogelijke gevolgen die onzekerheid kan hebben voor de economische activiteit. Bij onzekerheid over economische vooruitzichten kan het voor bedrijven bijvoorbeeld lonend zijn om te wachten op meer informatie over de opbrengsten van investeringen (Bernanke, 1983). Economische cycli kunnen zich daardoor versterken. Hoewel onzekerheid niet direct waarneembaar is, zijn in de empirische literatuur diverse proxy's voor handen, zoals het op enquêtes gebaseerde consumentenvertrouwen, de volatiliteit van beurskoersen of de onzekerheid van gezinnen over hun financiële situatie (DNB, 2014).

Recent wijzen economen ook steeds meer op de mogelijke negatieve gevolgen van onzekerheid over het (economische) beleid van de overheid. Immers, wanneer er onzekerheid bestaat over publieke uitgaven of fiscale maatregelen, is het mogelijk dat consumenten en ondernemers consumptie- en investeringsbeslissingen uitstellen (Pástor en Veronesi, 2013; Born en Pfeifer, 2014). Hierdoor kan een weifelende overheid een economische neergang versterken. Zo heeft politieke onzekerheid over de aanpak van

de eurocrisis volgens het IMF (2012) bijgedragen aan het moeizame economisch herstel in de eurozone. Voor het meten van beleidsonzekerheid waren er tot voor kort geen maatstaven voorhanden. Recent hebben Baker *et al.* (2013) een index gecreëerd die op basis van onder andere krantenartikelen de onzekerheid over het overheidsbeleid in kaart brengt. Hiermee tonen zij voor de VS aan dat beleidsonzekerheid een negatieve impact heeft gehad op de investeringen, productie en werkgelegenheid, met name in de sectoren die het meest afhankelijk zijn van overheidscontracten.

Op basis van de methodologie van Baker *et al.* (2013) presenteren wij een index voor economische beleidsonzekerheid in Nederland. Voor de periode 2003–2015 verkennen we de ontwikkeling van de beleidsonzekerheid. Daarbij bekijken we ook hoe onze index samenhangt met de Europese maatstaf van Baker *et al.* en enkele maatstaven van economische onzekerheid. Vervolganalyse moet uitwijzen of beleidsonzekerheid causale impact heeft op de economische activiteit.

## ONZEKERHEID METEN MET KRANTENANALYSE

De *Economic Policy Uncertainty Index* van Baker *et al.* (2012; 2013) voor onder andere de Verenigde Staten gaf het onderzoek naar economische beleidsonzekerheid de afgelopen jaren een impuls ([www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)). De hoofdcomponent van hun maatstaf is een index van het aantal artikelen in de tien grootste Amerikaanse kranten die duiden op onzekerheid over economisch beleid. Aangenomen wordt dat de hoeveelheid krantenartikelen over onzekerheid en economisch beleid op een bepaald moment een indicator is voor feitelijke onzekerheid onder consumenten en producenten over economisch beleid. In de meest basale vorm telt de index het aantal krantenartikelen met de termen 'economic', 'uncertainty' en 'policy' binnen een bepaalde afstand van elkaar. Vervolgens wordt de index verfijnd om het aantal artikelen dat niet gaat over onzekerheid wat betreft beleid (*false positives*) te beperken. Deze

aanpak is daarna gebruikt voor het opstellen van indices voor Duitsland, Spanje, Italië, Frankrijk en het VK – tezamen gebundeld in een EU-index – en Canada, China, India, Japan en Rusland (Baker *et al.*, 2013). De Amerikaanse index bevat naast deze krantenindex het aantal belastingmaatregelen dat op korte termijn zal aflopen en de mate van overeenstemming in de economische ramingen van instellingen.

In overleg met Baker *et al.* (2013) en op basis van dezelfde methodologie en de archieven van LexisNexis hebben wij een maandelijkse index voor beleidsonzekerheid opgesteld voor Nederland. Onze index gaat terug tot maart 2003 en is gebaseerd op artikelen uit de vijf grootste Nederlandse kranten: *Algemeen Dagblad*, *NRC Handelsblad*, *De Telegraaf*, *Trouw* en *de Volkskrant*. Ook wij zijn begonnen met de zoektermen ‘economisch’, ‘onzekerheid’ en ‘beleid’. Door middel van steekproeven van de artikelen uit verschillende maanden hebben wij onze zoekterm vervolgens meerdere malen verfijnd om ruis te verminderen.

Mede vanwege de inzichten uit deze steekproeven zijn we uitgekomen op twee indices. Voor een kleine en open economie als de Nederlandse valt te verwachten dat onzekerheid over zowel binnenlands als buitenlands economisch beleid relevant is. De eerste index (EBO) meet daarom de onzekerheid over economisch beleid in het algemeen, terwijl de tweede index (EBO-NL) strikter is en enkel onzekerheid over binnenlands beleid meet. De EBO-index meet ook onzekerheid over buitenlands beleid, zoals onzekerheid over een mogelijke renteverhoging door de ECB. De striktere EBO-NL-index keurt minder artikelen goed, bevat minder ruis en resulteert hierdoor in een specifiekere index voor binnenlandse beleidsonzekerheid. Hierdoor kunnen echter ook artikelen onterecht buiten de index vallen (*false negatives*). Alle artikelen die de enge EBO-NL-index meet, meet de brede EBO-index ook. Verschillen in de ontwikkeling van de twee indices duiden dus op geïmporteerde onzekerheid.

Tussen maart 2003 en april 2015 publiceerden de vijf kranten maandelijks gezamenlijk gemiddeld 76 artikelen over algemene beleidsonzekerheid (EBO) waarvan gemiddeld 26 enkel over specifieke Nederlandse beleidsonzekerheid (EBO-NL). Net als bij Baker *et al.* (2013) zijn de absolute gevonden aantallen per krant vervolgens gecorrigeerd voor ontwikkelingen in het totaal aantal krantenartikelen per maand per krant. Hierna zijn deze indices genormeerd zodat alle waarnemingen tussen de 0 en 1 komen te liggen. Tot slot zijn de reeksen per krant bij elkaar opgeteld en getransformeerd naar een gemiddelde van 100 over de onderzoeksperiode. Waarden boven (onder) 100 duiden dus op een hogere (lagere) beleidsonzekerheid dan gemiddeld. De EBO-index en EBO-NL-index bewegen in grote mate samen: de correlatiecoëfficiënt is 0,85.

#### BELEIDSONZEKERHEID IN NEDERLANDSE KRANT

Uit figuur 1 komt een duidelijk verschil naar voren tussen de mate van beleidsonzekerheid in de periode tot en met augustus 2008 en de periode daarna. De EBO-index lag tot en met augustus 2008 gemiddeld rond 65 en rond de 129 in de periode daarna. De beleidsonzekerheid in Nederland lijkt sinds de financiële crisis te zijn toegenomen, een pa-

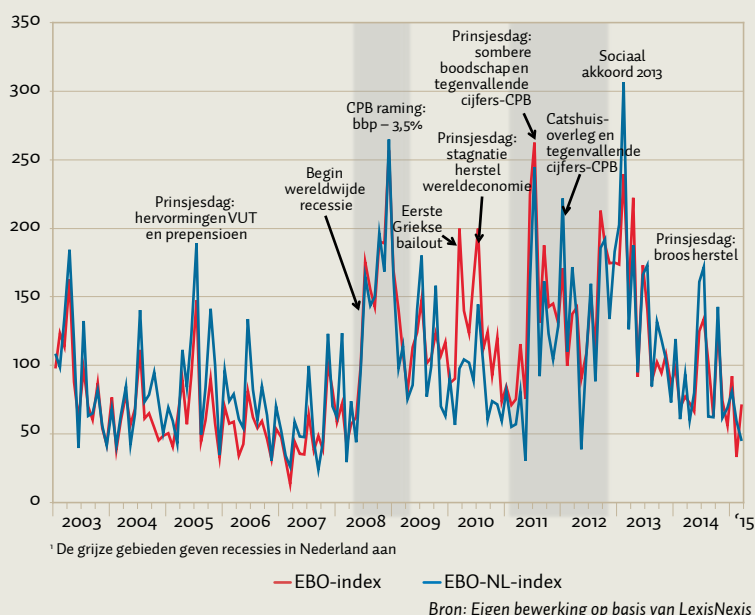
troon waarvan ook in andere Europese landen en de Verenigde Staten sprake is (Bloom, 2014). De Europese banken- en schulden crisis en de aanhoudende stagnatie van de wereldeconomie spelen hier ongetwijfeld een grote rol in. Ook de onzekerheid over binnenlands beleid (EBO-NL) lag vanaf het hoogtepunt van de financiële crisis hoger, al was de toename in de EBO-NL-index van gemiddeld 77 tot 119 minder sterk. Met name de relatieve luwte in binnenlandse onzekerheid tussen medio 2009 en medio 2011 veroorzaakt dit verschil tussen de stijging van de EBO- en de EBO-NL-index. Dit impliceert dat de beleidsonzekerheid in deze periode vooral geïmporteerd werd. De gevonden krantenartikelen bevestigen dit beeld; er was in deze periode relatief veel aandacht voor onder andere de verlaging van de kredietstatus van Spanje, de bezuinigingen in Griekenland en Portugal en de dalende koers van de euro. Sinds eind 2013 vertonen beide indices een sterk dalende trend en in april 2015 lag de index nog maar net boven het niveau van voor de crisis.

Twee perioden met opvallend hoge scores voor beleidsonzekerheid in beide indices springen in het oog. De eerste periode, van september 2008 tot en met maart 2009, valt samen met het begin van de wereldwijde recessie. Beide indices scoorden het hoogst rond de CPB-ramingen in februari 2009 waarin een economische krimp van 3,5 procent werd voorzien in 2009 en een begrotingstekort van 5,6 procent bbp in 2010. In de kranten was veel aandacht voor de beleidsgevolgen, zoals eventuele bezuinigingsmaatregelen.

De tweede periode van hoge onzekerheid loopt van augustus 2011 tot eind 2013. De EBO-index was toen gemiddeld 154 en de binnenlandse index (EBO-NL) gemiddeld 149. Opvallend is dat de periode van hoge onzekerheid eerder begint in de algemene beleidsonzekerheidsindex dan in de Nederlandse index. Veel aandacht ging uit naar

#### Onzekerheidsindex voor economische beleid in Nederland<sup>1</sup>

FIGUUR 1



de onzekerheid en onrust over de aanpak van de Europese schulden crisis. Ook voorgenomen nationale en internationale hervormingen en ombuigingen resulteerden in veel berichtgeving over onzekerheid. We onderscheiden in deze periode drie pieken. De eerste piek, in september 2011, valt rond Prinsjesdag. De tweede piek, in maart 2012, is met name binnenlands en valt samen met de Catshuisonderhandelingen en de spanningen tussen het kabinet-Rutte I en de toenmalige gedoogpartij PVV. Tot slot werd in april

2013 het Sociaal Akkoord gesloten; dit werd met veel sceptis in de media ontvangen en resulteerde in een piek in de EBO-NL-index.

Verder liet september in bijna alle jaren een piek in beleidsonzekerheid zien, zowel in de binnenlandse als de algemene index (waar ook binnenlands nieuws onderdeel van uitmaakt). Logischerwijs publiceren kranten rondom Prinsjesdag veel over de staat van de economie en het Nederlandse beleid. Een duidelijk voorbeeld is de al genoemde piek van september 2011. In deze maand publiceerde het CPB tegenvallende ramingen voor de economische groei en het begrotingstekort, en was er sprake van onrust op de financiële markten. Krantenartikelen repten in deze maand veel over het uitblijvende herstel en mogelijke aanvullende hervormingen en ombuigingen.

Tot slot valt op dat de diepste dalen in beide indices veelal in juli zijn. Intuïtief is het logisch dat tijdens het zomerreces van het kabinet en de Tweede Kamer relatief weinig over onzekerheid, beleid en de economie in de kranten wordt geschreven. Overigens moet wel worden opgemerkt dat dalen in de indices lastig te duiden zijn omdat het per definitie onmogelijk is om te bepalen wat 'geen nieuws' veroorzaakt.

### SAMENHANG KRANTENINDEX MET ANDERE INDICATOREN

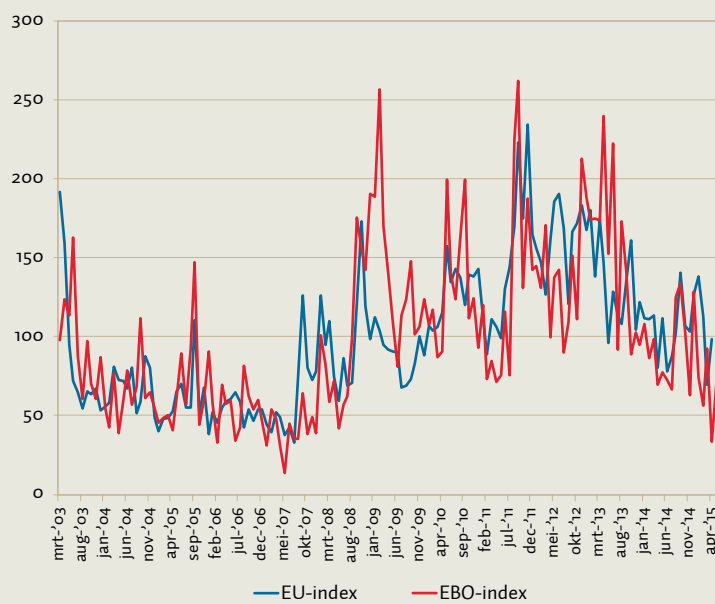
Figuur 2 vergelijkt onze algemene beleidsonzekerheidsindex met de geaggregeerde EBO-EU-index van Baker *et al.* (2013) die gebaseerd is op de indices voor Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Italië en Spanje. De correlatiecoëfficiënt van de EU-index met de EBO-index is 0,68 (en 0,48 met de binnenlandse index). Deze hoge correlatie tussen de Nederlandse en de EU-index weerspiegelt dat de EBO-index ook onzekerheid over buitenlands beleid meet. Dat ook de binnenlandse index EBO-NL correleert met de Europese reeks weerspiegelt waarschijnlijk de mate van economische en beleidsintegratie in Europa, vooral in de laatste jaren.

Hoe verhouden de beleidsindices zich tot de *economische onzekerheid*, zoals bijvoorbeeld gemeten met de volatilititeit van de aandelenkoersen (Baker *et al.*, 2013; Veenendaal *et al.*, 2014)? Figuur 3 vergelijkt de EBO-index met de volatilitieitsindex van de Nederlandse AEX-index, de VAEX-index. De correlatie tussen de VAEX-index en de EBO-index is 0,41. Dat is lager dan de correlatie die Baker *et al.* (2013) voor de VS rapporteren (0,58). Naast het verschil in de onderliggende periode zal mee kunnen spelen dat op de AEX vooral grote, internationaal georiënteerde bedrijven genoteerd staan die relatief beperkt geraakt worden door de beleidsonzekerheid waarover in Nederlandse kranten gerapporteerd wordt. Opvallend is verder dat de Nederlandse beleidsonzekerheid, net als die in de VS, in de periode na 2011 een stuk hoger ligt dan de aandelenvolatilititeit. Sinds Draghi's *whatever it takes*-speech in juli 2012 ligt de aandelenvolatilititeit op het laagste niveau sinds 2003 (samen met de periode najaar 2004 – voorjaar 2005), terwijl de beleidsonzekerheidsindex tot voor kort nog relatief hoog was.

Tabel 1 toont de correlaties tussen de EBO-indices en het consumenten- en producentenvertrouwen voor de peri-

Vergelijking EBO-index en Europese beleidsonzekerheidsindex

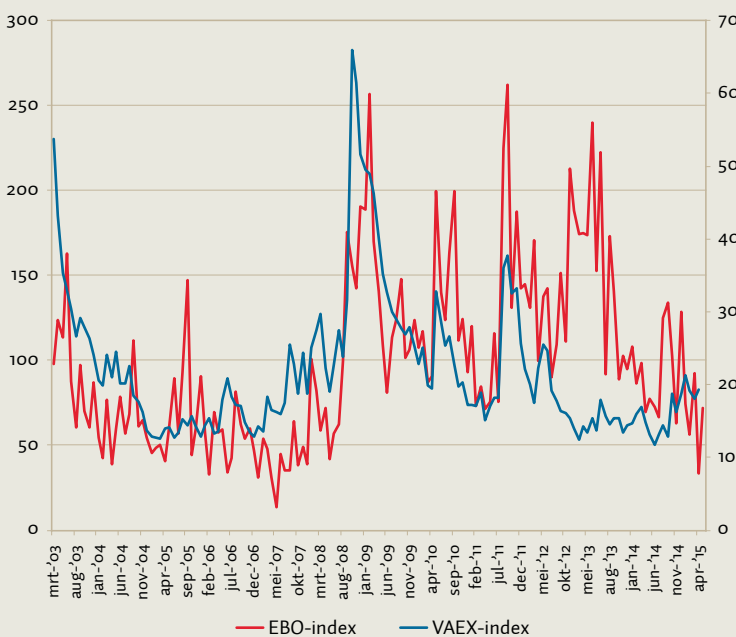
FIGUUR 2



Bron: Eigen berekeningen op basis van LexisNexis, en Bloom *et al.*, 2013

Vergelijking EBO-index en volatilititeit AEX-index

FIGUUR 3



Bron: Eigen berekeningen op basis van LexisNexis en Datastream

## Correlatie tussen EBO-indices en consumenten- en producentenvertrouwen

TABEL 1

|                   | Producentenvertrouwen | Consumentenvertrouwen |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|
| t/m augustus 2008 |                       |                       |
| EBO               | -0,50***              | -0,54***              |
| EBO-NL            | -0,35***              | -0,35***              |
| Na augustus 2008  |                       |                       |
| EBO               | -0,42***              | -0,60***              |
| EBO-NL            | -0,41***              | -0,58***              |

\*\*\* Alle correlaties zijn significant op eenprocentniveau

Bron: Eigen berekeningen op basis van CBS

ode tot en met augustus 2008 en de periode vanaf augustus 2008. Een aantal patronen valt op. Ten eerste correleren het consumenten- en het producentenvertrouwen het sterkst met de algemene EBO-index. Vertrouwen van Nederlandse consumenten en producenten beweegt dus nauwer samen met de gemeten onzekerheid in kranten over algemeen economisch beleid dan over specifiek Nederlands beleid. Ten tweede is het opvallend dat de correlatie tussen de EBO-NL-index en het consumentenvertrouwen sinds de financiële crisis fors hoger lag dan in de periode daarvoor. Voor de EBO-index is dit minder het geval, waardoor het verschil in correlatie sinds de crisis is afgenomen. Tot slot valt op dat het consumentenvertrouwen sterker correleert met beide onzekerheidsindices dan het producentenvertrouwen. Mogelijk speelt hierbij mee dat consumenten hun verwachtingen meer op krantenberichten baseren en producenten meer op eigen informatie, zoals veranderingen in de orderportefeuille en de betalingssnelheid van leveranciers.

Deze correlatie impliceert uiteraard geen causaliteit. Onzekerheid over economisch beleid kan het economisch sentiment beïnvloeden, maar ook het omgekeerde kan spelen. Ook kan er sprake zijn van een derde variabele die beide reeksen drijft. Inspectie van de EBO-indices en de reeksen voor vertrouwen wijst in ieder geval uit dat het omslagpunt rondom de financiële crisis eerder te zien is in het vertrouwen van consumenten (augustus 2007) en producenten (augustus 2008) dan in de beleidsonzekerheidsindex (september 2008). Ook de tweede periode van onzekerheid is eerder zichtbaar onder consumenten en producenten (beide omslagpunt februari 2011) dan in de dagbladen (juli 2011).

### IMPACT OP DE GROEI?

Nederland heeft te maken gehad met een relatief moeizaam herstel van de economische crisis. Hiervoor zijn duidelijke economische redenen aan te wijzen, zoals balansherstel van huishoudens, pensioenfondsen en overheid, alsmede de ongunstige internationale economie. Tegelijkertijd kenmerkten de afgelopen jaren zich, zoals gezien, door hoge onzekerheid over economisch beleid, zowel in Nederland zelf als in belangrijke politieke en handelspartners. Kan deze

onzekerheid misschien ook een bijdrage hebben geleverd aan het trage herstel?

Het lijkt plausibel dat de lange periodes van onzekerheid over economische beleid het investeringsklimaat geen goed hebben gedaan. Vooral nog is het helaas niet mogelijk uitspraken te doen over een causale impact. De economische situatie heeft immers waarschijnlijk ook een impact op de economische beleidsonzekerheid gehad. Om een causaal verband vast te stellen moet een directe link met de index aannemelijk worden gemaakt. In hun Amerikaanse onderzoek gebruiken Baker *et al.* (2013) bijvoorbeeld een specificatie die differentieert naar gevoeligheid van een bepaalde sector of regio voor overheidsbeleid. Voor Nederland is naar ons weten geen duidelijke maatstaf beschikbaar die de impact van beleidsonzekerheid naar sector differentieert. Goed nieuws is wel dat Baker *et al.* momenteel bezig zijn om een grote database met beleidsonzekerheidsindices uit verschillende landen op te zetten. Hiermee komt de mogelijkheid van een panelanalyse met internationale data dichterbij.

### LITERATUUR

- Baker, S.R., N. Bloom en S.J. Davis (2012) Has economic policy uncertainty hampered the recovery? *Chicago Booth Research*, 12(06).
- Baker, S.R., N. Bloom en S.J. Davis (2013) *Measuring economic policy uncertainty*. Ongepubliceerde paper op [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).
- Bernanke, B.S. (1983) Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85–106.
- Bloom, N. (2014) Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176.
- Born, B. en J. Pfeifer (2014) Policy risk and the business cycle. *Journal of Monetary Economics*, 68, 68–85.
- DNB (2014) Onzekerheid over huishoudportemonnee blijkt goede economische graadmeter. *DNBulletin*, 2 oktober.
- IMF (2012) Coping with high debt and sluggish growth. *World Economic Outlook*, oktober.
- Pástor, L. en P. Veronesi (2013) Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.
- Veenendaal, P., K. Grabska, D. Lanser *et al.* (2014) Onzekerheidsvarianten bij verdere escalatie Oekraïne-conflict. *CPB Achtergronddocument*, augustus.