

Economisch herstel eurogebied laat op zich wachten

De DNB-conjunctuurindicator voorziet tot begin 2010 geen herstel van de economie van het eurogebied. Ondanks de recente opleving op de aandelenmarkten lijkt een breed gedragen herstel van vertrouwen een essentiële voorwaarde voor economisch herstel.

De groei van het bruto binnenlands product in het eurogebied is al enkele kwartalen negatief. De vraag is hoe lang de economische malaise aanhoudt. Om een eerste idee te krijgen van het toekomstig conjunctuurbelooop is door DNB een voorlopende conjunctuurindicator voor het eurogebied geconstrueerd. Aan de hand van deze indicator kan een omslag in de conjunctuur vroegtijdig, ongeveer negen maanden van tevoren, worden gesignaleerd. In figuur 1 is de huidige meting van de DNB-conjunctuurindicator voor het eurogebied weergegeven. De boodschap is dat het dal van de huidige economische teruggang waarschijnlijk pas in de loop van 2010 zal worden bereikt. Hierbij past de nodige voorzichtigheid. De indicator geeft een eerste indruk van het te verwachten conjunctuurbelooop, en vormt een natuurlijk startpunt voor nadere analyse.

Constructie DNB-conjunctuurindicator

De DNB-conjunctuurindicator voor het eurogebied gebruikt actuele maandelijkse cijfers over de economie van het eurogebied om omslagen in de conjunctuur te voorspellen. De grondslag voor het model vormt het huidige indicatormodel voor de Nederlandse economie (Den Reijer, 2006). De basis van de methodiek is het idee dat macro-economische variabelen zoals de industriële productie en het werkloosheidspercentage zich ontwikkelen in min of meer regelmatige golvende bewegingen: de conjunctuurgolf. Een conjunctuurgolf bestaat uit een piek in economische activiteit zoals gemeten door verschillende indicatoren als detailhandelsverkoop en consumentenvertrouwen gevolgd door een periode van afkoeling die eindigt in een dal, waarna de economie weer aantrekt en een periode van expansie volgt. De conjunctuurgolf is hierbij gedefinieerd als de schommeling rondom een trend. Hierdoor hebben de opgaande en neergaande fase van de conjunctuur een specifieke betekenis: het gaat om afwijkingen ten opzichte van de trendmatige ontwikkeling. In de neergaande fase ligt de feitelijke groei van de conjunctuur onder de potentiële groei. In de opgaande fase geldt dat de feitelijke groei boven de potentiële groei ligt.

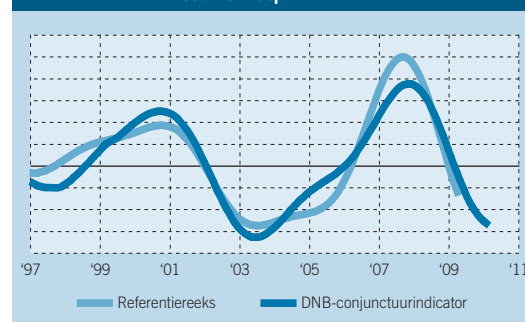
Alvorens de voorlopende indicatoren geselecteerd worden is een referentiereeks nodig die de stand van de conjunctuur meet. Het bruto binnenlands product (bbp) lijkt een voor de hand liggende maatstaf, maar is niet geschikt. Zo wordt het bbp slechts gemeten met een kwartaalfrequentie, en wordt het pas ruim na afloop van het kwartaal gepubliceerd. Bovendien wordt het cijfer regelmatig herzien. Om deze nadelen te ondervangen, is gezocht naar indicatoren die deze nadelen niet kennen, maar wel een sterke statistische en economisch-theoretische samenhang met het bbp vertonen. Na toetsing van tal van indicatoren op hun samenhang met het bbp blijken de industriële productie, de detailhandelsverkoop en het werkloosheidspercentage het conjunctuurbelooop het best weer te geven. Daarbij is getoetst op de correlatie met de cyclische component van het bbp en op het afgeven van zo min mogelijk valse signalen ten aanzien van omslagen in de conjunctuur. De referentiereeks is het ongewogen gemiddelde van de genormaliseerde cyclische component van deze drie reeksen. Om de cyclische component te berekenen, zijn de reeksen geschoond voor seizoensinvloeden en zijn ruis en de trend uit de reeksen verwijderd door middel van een statistisch filter (Den Reijer, 2006).

De indicatoren in de DNB-conjunctuurindicator

De DNB-conjunctuurindicator voor het eurogebied is samengesteld uit een negental voorlopende indicatoren die het belooop van de referentiereeks het best voorspellen. Deze negen indicatoren zijn geselecteerd uit in totaal 140 veelgebruikte indicatoren, waaronder het consumentenvertrouwen en de bouwproductie in het eurogebied. De belangrijkste maatstaven die bij de selectie worden gehanteerd zijn een voorlooptijd van de indicator op de

Figuur 1

Afwijking ten opzichte van trendmatig-niveau van bbp.



Tabel 1

Variabelen DNB-conjunctuurindicator voor het eurogebied.

	Max. correlatie met referentiereeks	Maanden voorloop
Nieuw verleende bouwvergunningen	0,91	20
Bouwvertrouwen ¹	0,92	9
Inkoopmanagersindex dienstensector	0,85	11
Werkgelegenheidsverwachting dienstensector komende 3 maanden ¹	0,97	8
Dienstenvertrouwen ¹	0,88	10
Werkgelegenheidsverwachting detailhandel komende 3 maanden ¹	0,96	7
Detailhandelsvertrouwen ¹	0,81	7
Financiële situatie consumenten afgelopen 12 maanden ¹	0,91	7
M1	0,75	12
DNB-conjunctuurindicator	0,93	9

¹ Afkomstig van vertrouwensenquête Europese Commissie.

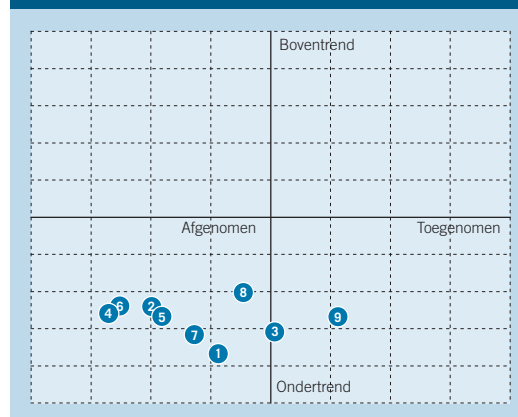
referentiereeks van minimaal zeven maanden, een minimale correlatie met de referentiereeks van zeventig procent en het afgeven van zo min mogelijk valse signalen ten aanzien van omslagen in de conjunctuur. Tabel 1 geeft een overzicht van de negen geselecteerde voorlopende indicatoren. Vertrouwensindicatoren blijken goede voorspellers voor omslagen in de conjunctuur: zeven van de negen indicatoren in de voorlopende indicator zijn vertrouwensindicatoren. In de DNB-conjunctuurindicator zijn de bouw-, detailhandels- en dienstensector prominent vertegenwoordigd. De bouwsector is traditioneel de sector die het eerst te maken krijgt met een conjuncturele achteruitgang omdat consumenten de aanschaf of verbouwing van een woning doorgaans uit- of afstellen indien zij vermoeden dat de conjunctuur in de toekomst verzwakt. Het monetaire aggregaat M1 (chartaal geld en rekeningcouranttegoeden) blijkt eveneens een goede voorlopende indicator voor omslagen in de conjunctuur. Economisch gezien is dit logisch: een afname van de transactiekassen indiceert een afname van de koopbereidheid van consumenten en bedrijven.

Om te achterhalen hoe groot de overeenstemming is tussen de voorlopende indicatoren die deel uitmaken van de DNB-conjunctuurindicator zijn ze in figuur 2 afgebeeld in een zogenaamde conjunctuurklok. De conjunctuurklok, gebaseerd op Van Ruth *et al.* (2005), laat zien welk signaal de individuele voorlopende indicatoren afgeven over het toekomstige conjunctuurbeloop. Op de verticale as is de afwijking van de indicator ten opzichte van de trendmatige ontwikkeling weergegeven, en op de horizontale as is de maand-op-maand-mutatie weergegeven. Zodoende zijn vier conjunctuurfases te onderscheiden, tegen de wijzers van de klok in: boventrend en toenemend, boventrend en afnemend, ondertrend en afnemend en ondertrend en toenemend. Aan de hand van de verdeling van de verschillende indicatoren over de kwadranten kan het signaal van de samengestelde indicator (figuur 1) nader worden geduïd.

Uit figuur 2 is af te leiden dat momenteel grote overeenstemming is tussen de indicatoren over het toekomstig conjunctuurbeloop. De verslechtering van de werkgelegenheidsverwachtingen in de dienstensector en de detailhandel lijkt te suggereren dat de sterkste verslechtering op de arbeidsmarkt zich nog moet voltrekken. Dit is in lijn met recente projecties van onder meer de Europese Commissie (Europese Commissie, 2009), waarin de werkloosheid in 2009 en 2010 fors oploopt. Het lage detailhandelsvertrouwen en de verwachte achteruitgang in de financiële situatie van consumenten doen evenmin verwachten dat de economie snel zal aantrekken. Positieve signalen zijn de niet langer dalende inkoopmanagersindex in de dienstensector en de toename van het monetaire aggregaat M1. Gegeven de voorlooptijd van M1 (tabel 1) duidt deze indicator op een omslag in de conjunctuur van het eurogebied in april 2010. Vooral nog vindt het signaal van M1 nog geen weerklank in de andere voorlopende indicatoren van de DNB-conjunctuurindicator.

Figuur 2

Indicatoren over conjunctuurbeloop.



1. Nieuw verleende bouwvergunningen
2. Bouwvertrouwen
3. Inkoopmanagersindex dienstensector
4. Werkgelegenheidsverwachting dienstensector komende 3 maanden
5. Dienstenvertrouwen
6. Werkgelegenheidsverwachting detailhandel komende 3 maanden
7. Detailhandelsvertrouwen
8. Financiële situatie consumenten afgelopen 12 maanden
9. M1

Signaal financiële markten

Sinds medio maart lijken de beurskoersen weer wat op te leven. De vraag die opkomt, is of dit een signaal is van een aanstaande conjunctuuromslag. Financiële indicatoren zoals aandelenkoersen, yield-curves, rendementen op obligaties en het leningenvolume blijken geen beste voorspellers van conjunctuuromslagen. De meeste financiële indicatoren hebben een lage correlatie met het conjunctuurbeloop en geven relatief vaak valse signalen af over aanstaande conjunctuuromslagen. De DNB-conjunctuurindicator lijkt te indiceren dat de ontwikkeling op financiële markten pas tot een omslag in de conjunctuur leidt als het vertrouwen van consumenten en bedrijven wordt beïnvloed. Momenteel zien we weliswaar bij bepaalde vertrouwensindicatoren, waaronder het consumentenvertrouwen, de eerste tekenen van een voorzichtig herstel maar de niveaus zijn nog altijd zeer laag. De DNB-conjunctuurindicator voorziet op korte termijn per saldo dan ook geen herstel, het positievere sentiment op de financiële markten ten spijt.

