



Een conjunctuurindicator voor de EMU

Auteur(s):

Domela Nieuw enhuis, J.
Scholten, R.
Assenbergh, W. van
Stagiair resp. medewerkers bij de Stafgroep economisch onderzoek van Rabobank Nederland.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4161, pagina 571, 17 juli 1998

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

conjunctuur, emu

Hoe stel je een conjunctuurindicator voor de EMU op, en wat is eruit af te lezen?

Vanaf 1 januari zal de Europese Centrale Bank (ECB) beslissen over de korte rente in de Economische en Monetaire Unie. Daarbij zal de ECB onder meer afgaan op de economische ontwikkelingen in de EMU. Om daar inzicht in te verkrijgen heeft de Rabobank, analoog aan de conjunctuurindicator voor Nederland, een Europese conjunctuurindicator ontwikkeld, de zogenaamde 'Rabobank Eurobarometer'.

De conjunctuur kan worden omschreven als de bewegingen in economische activiteit geschoond voor trendmatige, seizoensmatige en toevallige fluctuaties. De conjunctuurindicator bestaat uit twee reeksen: de wijzer geeft de gerealiseerde conjuncturele ontwikkeling weer en de voorspeller voorspelt de toekomstige. In dit artikel wordt uiteengezet hoe de EMU-indicator tot stand is gekomen en wat eruit is af te lezen.

De wijzer

Constructie

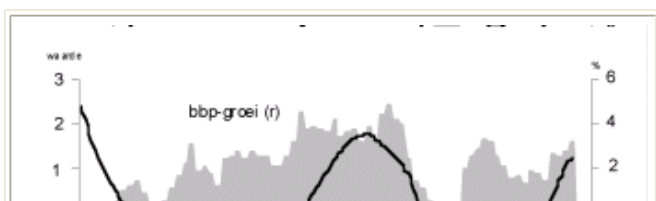
De standaard-maatstaf voor de economische activiteit is het bruto binnenlands product. Cijfers over het bbp worden echter alleen op kwartaalbasis en met vertraging bekend. Omdat actualiteit van de conjunctuurwijzer essentieel is, zal de ontwikkeling van het bbp op maandbasis benaderd moeten worden. Dat blijkt het beste te gaan met de industriële productie in de vijf grootste EMU-landen (Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje en Nederland), die te-zamen 90% van het EMU-bbp voortbrengen.

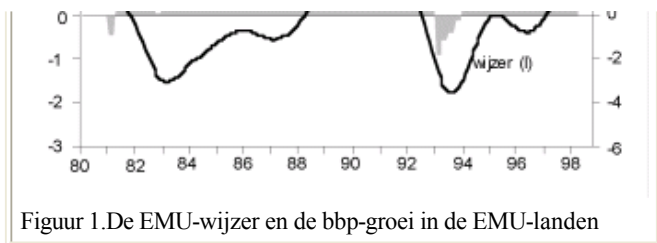
Nu is meting van de economische activiteit niet voldoende; conjunctuur gaat immers om de afwijking van het trendmatige verloop van deze activiteit. Uit de gegevens over de industriële productie moet dus een trend gedestilleerd worden. Wij hebben dit gedaan met de Phase Average Trend (PAT) methode ¹. Hiermee wordt de trend per conjunctuurcyclus afzonderlijk bepaald. Zo kan rekening worden gehouden met structurele veranderingen (Duitse eenwording, EMU). Bovendien kan iedere conjunctuurcyclus bij deze methode een verschillende tijdsduur hebben, wat in overeenstemming is met de werkelijkheid.

Het verloop van de voor trend en seizoensinvloeden geschoonde data van de industriële productie vertoont nog steeds een grillig patroon. Maandcijfers bevatten immers ook nog toevallige fluctuaties. Voor een bruikbare conjunctuurreeks is het belangrijk om deze 'ruis' te verwijderen. Toevallige schokken kunnen verkeerde informatie afgeven bijvoorbeeld over de timing van omslagpunten. De reeks wordt daarom voor ruis geschoond door een tweezijdig twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde te nemen. De reeks die hieruit voortkomt is een indicatie van de conjunctuur in de economische ontwikkeling van een land. Deze reeksen voor de vijf grootste economieën van de EMU worden vervolgens gewogen aan de hand van het aandeel van het bbp in dat van de EMU. Het resultaat is de EMU-conjunctuurwijzer.

Interpretatie

De EMU-wijzer is afgebeeld in [figuur 1](#). De trend valt samen met de nul-as, en de wijzer geeft de afwijking van de trend weer. De intensiteit van de conjuncturele bewegingen wordt weergegeven in standaardafwijkingen. De conjunctuurindicator beweegt zich meestal binnen de bandbreedte van min twee tot plus twee maal de standaardafwijking.





Figuur 1. De EMU-wijzer en de bbp-groei in de EMU-landen

Op het moment dat de wijzer een piek passeert, heeft de conjunctuur een hoogtepunt bereikt. De daaropvolgende dalende beweging duidt op een minder dan trendmatige groei. Op dezelfde wijze impliceert een dal in het verloop van de conjunctuurwijzer, dat de conjuncturele ontwikkeling een dieptepunt heeft bereikt. Een daarop volgende stijging duidt op een meer dan trendmatige economische groei. De scherpte van de beweging zegt iets over de intensiteit: hoe scherper de daling, des te lager de groei en vice versa. De positie van de indicator ten opzichte van de nullijn geeft een beeld van de cumulatieve economische ontwikkeling. Een positieve waarde geeft aan, dat de economie gemiddeld genomen meer dan trendmatig is gegroeid. Het is dus mogelijk, dat de economie al enige tijd weinig of niet groeit, terwijl de indicator zich toch nog boven de nullijn bevindt. Dit is dan een gevolg van krachtige groei in het verleden.

Bij het 'lezen' van de wijzer dient echter wel enige voorzichtigheid te worden betracht. De wijzer wordt bepaald ten opzichte van de trend, in tegenstelling tot groeicijfers, die zowel de conjuncturele als de trendmatige ontwikkeling weergeven. Zo kan het zijn dat de wijzer stijgt bij gematigde groeicijfers, omdat de (dynamische) trend inmiddels op een laag niveau is komen te liggen. De wijzer geeft dus niet weer of de economische groei positief of negatief is.

Beeld

De wijzer, afgebeeld in [figuur 1](#), maakt een aantal zaken duidelijk. Ten eerste blijkt uit de vergelijking met de bbp-groei in de EMU, dat de omslagpunten volgens de wijzer aardig overeenkomen met de feitelijke veranderingen in de conjunctuur. De recessie in '80-'81 en de 'lange' opleving vanaf '83 tot de omslag in '91, zijn duidelijk te herkennen. Ook de terugval in '95 is duidelijk waarneembaar. De wijzer signaleert op dit moment een periode van hoogconjunctuur.

Ten tweede bleek bij het samenstellen van de wijzer dat de conjunctuur in de verschillende EMU-landen een hoge mate van gelijkens vertoont. De correlatie tussen de conjunctuur in de drie grote EMU-economieën ligt boven de 0,7. Bovendien komen de conjunctuurfases sterk overeen. Dit duidt op een hoge mate van integratie tussen deze landen. Er blijken weinig asymmetrische schokken plaats te vinden, wat goed is voor de werking van de EMU.

De voorspeller

Na het samenstellen van de wijzer, volgt het voorspellen van de toekomstige ontwikkeling. Het is de bedoeling een genormaliseerde reeks te verkrijgen, die een zelfde conjunctuurpatroon vertoont als de wijzer, maar die een bepaalde periode vooruitloopt.

Bij het zoeken naar deelindicatoren die een bijdrage kunnen leveren aan de voorspeller, zijn de volgende criteria van belang. Ten eerste moesten ze een hoge correlatie met de wijzer (minimaal 0,6) vertonen. Ten tweede moeten de omslagpunten in wijzer en deelindicator overeenkomen - een voorspeller wordt immers juist gebruikt om omslagpunten te voorspellen. Ten derde moeten de deelindicatoren zes maanden voorlopen op de wijzer, opnieuw om als voorspeller waardevol te zijn. En ten slotte is er getoetst op nonsens-relatie; het is immers de bedoeling dat de indicator ook in de toekomst goed presteert.

Deelindicatoren

Op basis van de criteria zijn vier variabelen opgenomen in de voorspeller [2](#), die samen een goed inzicht geven in de toekomstige conjuncturele ontwikkelingen in het EMU-gebied:

- » de lange rente op Duitse staatsobligaties;
- » de Duitse reële geldhoeveelheid;
- » het producentenvertrouwen van ondernemers in de industrie in de Europese Unie en
- » de IFO-indicator van het Duitse producentenvertrouwen.

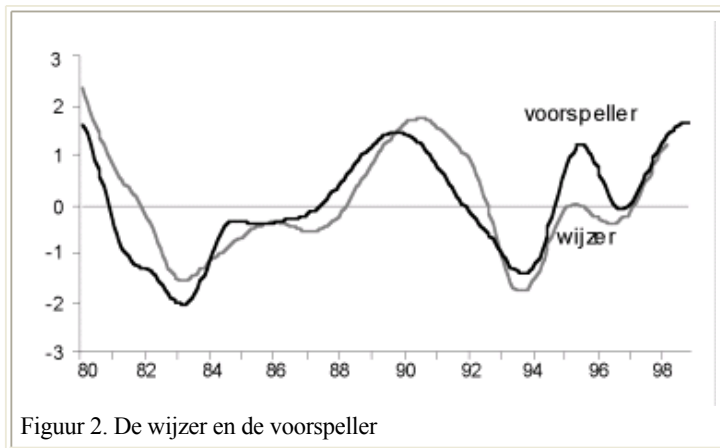
In de monetaire sfeer voldoen alleen de reeksen uit Duitsland aan de criteria. Dit is ook niet zo verwonderlijk, gezien het feit dat de Bundesbank in het verleden een belangrijke stempel heeft gedrukt op het monetaire beleid in Europa. Het opnemen van deze Duitse variabelen valt vanwege het belang en de positie van Duitsland in de EMU goed te verantwoorden. De Europese Centrale Bank heeft - net als de Bundesbank - prijsstabiliteit als hoofddoelstelling. De Duitse rente heeft de afgelopen jaren gediend als maatstaf waar de rente van andere EMU-landen naar toe is geconvergeerd. Van deze variabelen wordt verwacht, dat de ontwikkelingen goed aansluiten op de ontwikkelingen in de overeenkomstige EMU-variabelen.

Verder zijn er in de voorspeller enkele kwalitatieve variabelen opgenomen (vertrouwens-/stemmingsindicatoren). Deze variabelen zeggen, in tegenstelling tot de lange rente en de geldhoeveelheid, iets over de korte termijn. Kwalitatieve variabelen zijn echter niet zonder meer bruikbaar. In een tijd waarin structurele (institutionele) veranderingen plaatsvinden (zoals de komst van de EMU) en waarin onvoorspelbare ontwikkelingen een grote rol spelen (bijv. de Duitse eenwording en de Azië-crisis) wordt de voorspelkracht van kwalitatieve variabelen op de proef gesteld. Zo is het gebleken, dat veel van deze variabelen vanaf medio jaren negentig minder voorspellend vermogen bezitten. Enquêtes over verwachte ontwikkelingen lijken vaker te worden bepaald door de huidige stand van

zaken. Wellicht waagt men zich bij uitspraken niet meer aan vooruitzichten die te ver in de toekomst liggen.

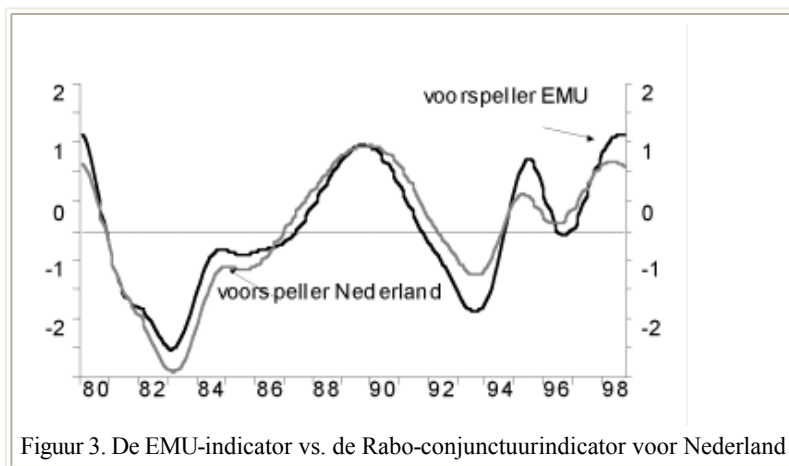
Interpretatie van de voorspeller

In [figuur 2](#) is de conjunctuurvoorspeller voor de EMU samen met de conjunctuurwijzer weergegeven. De interpretatie van de voorspeller is gelijk aan die van de wijzer, waarbij de voorspeller de verwachte ontwikkeling weergeeft. De EMU-voorspeller loopt een halfjaar voor op de actuele ontwikkeling en acht maanden op de laatst waargenomen data van de industriële productie (de wijzer). Uit de figuur blijkt, dat de voorspeller in het verleden goed voorspeld heeft. De correlatie tussen de wijzer en de voorspeller is hoog (0,85) en alle omslagpunten worden tijdig aangekondigd. Er zijn een paar momenten waarop de voorspeller wat minder goed presteert. De recessie van '90-'91 wordt bijvoorbeeld een jaar te vroeg voorspeld. Deze afwijking wordt waarschijnlijk veroorzaakt door de Duitse eenwording. Verder is de opleving van '94-'95 overschat. Vooral de stijging in de vertrouwensindicatoren was hier debet aan. In 1996 heeft de EMU-conjunctuurindicator een dieptepunt bereikt. Sindsdien bevindt de Europese economie zich in een periode van sterke opleving. De EMU-conjunctuurvoorspeller wijst omhoog, wat duidt op een boventrendmatige groei in het EMU-gebied voor het komende halfjaar. Wel lijkt de voorspeller iets af te vlakken, zodat volgend jaar mogelijk een piek in de cyclus wordt bereikt.



Figuur 2. De wijzer en de voorspeller

Als de EMU-conjunctuurindicator wordt vergeleken met die voor Nederland ([figuur 3](#)), blijkt het patroon van het conjunctuurverloop in ons land een sterke gelijkenis te vertonen met dat in de EMU. De voorspeller van de Nederlandse conjunctuur laat evenwel reeds in de tweede helft van dit jaar een omslag zien. Hiermee wordt het beeld onderschreven, dat de conjunctuurontwikkeling in ons land momenteel iets voorloopt op die in de gehele EMU. De afbuiging duidt op een afzwakking van de economische groei in Nederland voordat dat in de rest van Europa gebeurt, maar een sterke terugval wordt niet voorzien, mede doordat de voorspeller geen sterke omslag vertoont.

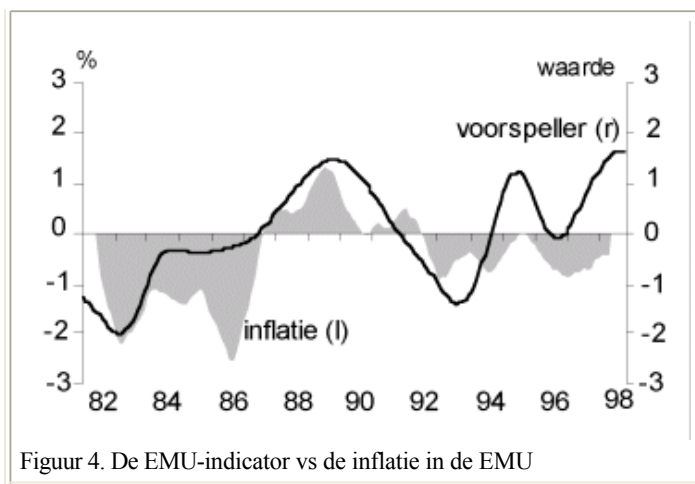


Figuur 3. De EMU-indicator vs. de Rabo-conjunctuurindicator voor Nederland

Van conjunctuur- naar beleidsvoorspellingen

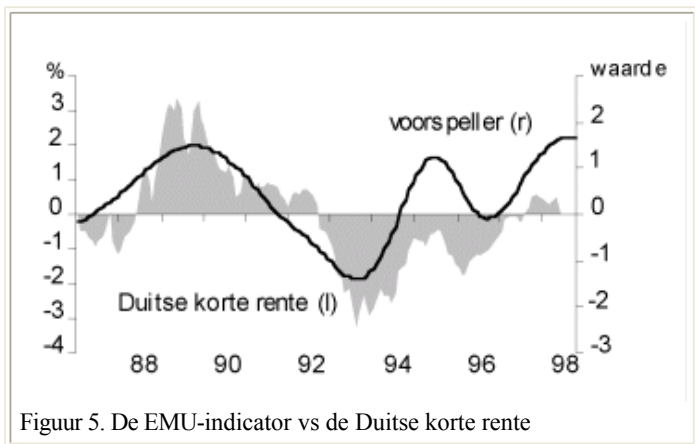
Het primaire doel van een conjunctuurindicator is het vroegtijdig signaleren van omslagpunten en het weergeven van de intensiteit van de conjunctuurcyclus. Vanuit deze achtergrond zijn er echter meerdere toepassingen voor de indicator denkbaar. Immers, veel macro-economische 'kerngegevens', zoals de werkloosheid en de inflatie, vertonen een duidelijke samenhang met de schommelingen in de economische groei. Voor een aantal van deze variabelen blijkt de EMU-indicator een voorspellende werking te bezitten. De gevonden verbanden zijn vooral visueel van aard; statistisch gezien zijn de relaties niet altijd even sterk. Aangezien de waarde van de indicator vooral ligt in het signaleren van omslagpunten, hoeft dit laatste gebrek geen al te grote beperking te vormen voor het gebruik van de indicator.

Afwijkingen van het evenwichtsniveau in de productie zullen zich op enig moment vertalen in prijsveranderingen. Op grond van deze redenering zou een verband tussen de indicator en de inflatie mogen worden verwacht. Dit verband blijkt zich voor te doen, zoals weergegeven in [figuur 4](#). Deze figuur toont de voorspeller en de jaar-op-jaar verandering in de geharmoniseerde inflatie in de EMU. Hoewel beide reeksen niet continu synchroon lopen, blijkt de voorspeller wel inzicht te kunnen verschaffen in belangrijke omslagpunten in de inflatie-ontwikkeling. Het positieve verloop van de voorspeller kan als voorbode worden gezien van een stijgende inflatie in de EMU.



Figuur 4. De EMU-indicator vs de inflatie in de EMU

De verwachte inflatie heeft een duidelijke invloed op de korte rente. Immers, het 'rentewapen' is voor centrale banken een belangrijk instrument om de inflatie te beteugelen. Via de tussenstap van de inflatie mag daarom een verband tussen de EMU-indicator en de korte rente in de EMU worden verwacht. Het Duitse niveau van de korte rente is leidend in Europa. Daarom is in [figuur 5](#) de jaar-op-jaar verandering in de driemaands Fibor afgezet tegen de voorspeller. Het visuele verband is duidelijk. Mogelijk kan de EMU-conjunctuurindicator daardoor tevens van waarde zijn bij het voorspellen van rentestappen in Europa. Als dat zo is, kan een lichte verhoging van de korte rente in de tweede helft van dit jaar worden voorzien.



Figuur 5. De EMU-indicator vs de Duitse korte rente

¹ Deze methode is ontwikkeld door het National Bureau of Economic Research. Zie voor een uitgebreide beschrijving C. Boschan en W.W Ebanks, The phase average trend: a new way of measuring economic growth, American Statistical Association, *proceedings of the business and economic section*, 1978.

² De deelindicatoren worden volgens de principale-componenten-methode ingewogen in de voorspeller. Deze methode kent een groter gewicht toe aan reeksen die de meeste variantie in de conjunctuur weergeven.