



Recessie in de VS en de eurozone

Auteur(s):

Küçükakin, S.
Zemmouri, H.

De auteurs zijn verbonden aan het Economisch Bureau van ABN-AMRO bank.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4351, pagina 208, 15 maart 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

valutakoersen

Hoe werkt een eventuele recessie in de VS door op de economie van de eurozone? De transmissie loopt via zes verschillende kanalen. Verstandig beleid is meer dan ooit noodzakelijk.

Na een decennium van ongekende (accelererende) groei is in 2001 de economische groei in de VS grotendeels weggeëbd en blijkt de economie in een lichte recessie te zijn beland. De vraag die bij deze economische ontwikkelingen in de VS gesteld kan worden, is niet of, maar via welke transmissiemechanismen een achteruitgang in economische bedrijvigheid in de VS mogelijk doorwerkt op de economie van de eurozone.

In dit artikel wordt een zestal mogelijke kanalen onderscheiden waarlangs een recessie in de VS kan doorwerken op de economie van de eurozone. We zullen per onderscheiden kanaal aan de hand van historische correlaties de invloed van een recessie in de VS voor de eurozone in kaart brengen en van commentaar voorzien.

Buitenlandse handel

De recessie in de VS impliceert een daling in de vraag naar zowel investerings- als consumptiegoederen. Deze daling van de vraag is vervolgens van negatieve invloed op de uitvoer van de eurozone naar de VS, wat vervolgens de economische groei drukt. De uitvoer van de eurozone naar de VS bedroeg ongeveer drie procent van het totale bbp van de eurozone in 2000. Deze marginale handelsrelatie met de VS suggereert dat het effect van een vraaguital als gevolg van de recessie in de VS geen noemenswaardig effect kan hebben op de economie van de eurozone.

Het historische verband tussen de export naar de VS aan de ene kant en investeringen en de bbp-groei van de eurozone aan de andere kant was het afgelopen decennium gering: respectievelijk 0,49 en 0,52 in de periode 1992-2001. Economische groei leek in de jaren negentig inderdaad niet afhankelijk van de export naar de VS. Deze conclusie behoeft echter enige nuancering. Vanaf 1996 is er een duidelijk verband tussen economische groei en de investeringen in de eurozone aan de ene kant en de uitvoer naar de VS aan de andere kant: de correlatiecoëfficiënten zijn respectievelijk 0,74 en 0,65.

Directe buitenlandse investeringen

De eurozone heeft de afgelopen jaren fors geïnvesteerd in de VS. De directe buitenlandse investeringen van Duitse bedrijven in de VS zijn bijvoorbeeld ongeveer vijf keer zo groot als de export van Duitsland naar de VS. Een recessie in de VS leidt tot een verslechtering van bedrijfsresultaten van vele Europese bedrijven die in de VS hebben geïnvesteerd. Deze dalende bedrijfsresultaten hebben vervolgens negatieve effecten voor de economie van de muntunie.

Wanneer wordt gekeken naar historische correlaties tussen de bbp-groei in de eurozone en investeringen van Europese bedrijven in de VS, is er een marginale correlatie van 0,15 in de periode 1992-2000 waarneembaar, zodat niet gesproken kan worden van een significante invloed van de directe investeringen in de VS op de bbp-groei in de eurozone.

De investeringen van de eurozone in de VS hebben echter een indirecte invloed op de Europese economische groei, door de opbrengsten die ontvangen worden op het bezit van vaste activa door Europese bedrijven in de VS. Het gaat hierbij om een meerderheidsbelang, dus zeggenschap, in een Amerikaans bedrijf of een geheel nieuw opgezette activiteit door Europese bedrijven in de VS. De daling van de bbp-component-winsten, het gedeelte van het bbp dat toekomt aan ondernemers, met tweeënhalf procent in het eerste halfjaar van 2001 (jaar-op-jaarcijfers) in de VS suggereert dat de winstoverdrachten van de VS naar Europa behoorlijk zijn afgenomen. Deze afname kan duiden op meer herinvesteringen in de VS, dus minder repatriëring van middelen, of op een forse afname van de investeringsopbrengsten van de in de VS belegde middelen. Daar de huidige recessie in de VS vooral het gevolg is van een scherpe daling van de investeringen, mede als gevolg van de onrendabele overinvesteringen in de jaren negentig, mag worden aangenomen dat er geen sprake is van grote herinvestering van Europese middelen in de VS, maar vooral van scherpe daling van winstgevendheid. Deze sterke daling van de winstgevendheid is vervolgens van negatieve invloed op de investeringen van deze bedrijven, onder meer in Europa. De ernst van de situatie wordt nog duidelijker wanneer rekening wordt gehouden met het feit dat in de periode 1994-2000 de bbp-componentwinsten in de VS jaarlijks gemiddeld met 6,8 procent is gestegen en dat gedurende de recessie van begin jaren negentig deze component in de periode 1990-1992 gemiddeld jaarlijks met 2,9 procent bleef groeien.

Tot zover hebben we ons gericht op directe investeringen, die tot doel hebben het overnemen of het opstarten van een nieuw bedrijf in de VS, met andere woorden: de productie zelf ter hand nemen. Het afgelopen decennium is echter ook in de vorm van portfolio-investeringen, die als doel hebben het zo rendabel mogelijk beleggen van middelen in aandelen en obligaties, fors geïnvesteerd door Europese bedrijven en beleggers in de VS. De daling van de koersen op Wall Street heeft dan ook de Europese bedrijven en beleggers behoorlijk geraakt, met als gevolg een afname van het eigen vermogen en, hierdoor, van het vermogen om te investeren.

De wisselkoers

De euro heeft sinds zijn introductie op 1 januari 1999, mede als gevolg van de netto uitstroom van middelen richting de VS bijna onafgebroken aan waarde ingeboet tegenover de dollar. De correlatie tussen de netto uitstroom van middelen uit de eurozone, vanwege portfolio- en directe investeringen, richting de VS en de wisselkoers van de euro tegenover de dollar is dan ook sterk negatief in de periode 1991-2001, namelijk -0,75. Als reden voor deze netto uitstroom van middelen wordt vaak gewezen op het enthousiasme voor de economie van de VS, die gedurende de jaren negentig elke keer weer de markten in positieve zin wist te verrassen, waardoor hoge rendementen door beleggers bijna als een gegeven werden beschouwd.

Voorts heeft ook de sterke prijsstijging van olie vanaf begin 1999 bijgedragen aan de hogere koers van de dollar tegenover de euro. De opwaartse trend van de prijs van olie vanaf begin 1999 is gepaard gegaan met een daling van de wisselkoers van de euro tegen de dollar. De negatieve correlatie tussen de prijs van een vat olie met de wisselkoers van de euro ten opzichte van de dollar stijgt dan ook van -0,50 in de periode 1991-2001 tot -0,80 in de sub-periode 1999-2001. Een mogelijke verklaring voor de negatieve correlatie tussen de euro en olieprijs is gelegen in het feit dat op de oliemarkt in dollars wordt gerekend. Een stijging van de prijs van olie impliceert ook een toename van de vraag naar dollar, waardoor de dollar in waarde stijgt.

Wij zijn van mening dat op korte termijn weinig aanleiding is om aan te nemen dat de euro aanzienlijk terrein zal terugwinnen op de dollar. Gegeven deze veronderstelling verwachten wij dan ook via dit kanaal geen noemenswaardige effecten voor de economie van de eurozone. De combinatie van een recessie, de onevenwichtigheden in de economie van de VS en een zeer lage olieprijs pleiten inderdaad niet voor een sterke dollar. Hiertegenover staat evenwel dat de eurozone zich nu zelf ook richting een recessie zou kunnen bewegen, wat geen ondersteuning is voor de euro. Hierbij komt dat aan de Amerikaanse economie nog steeds een hoger groeipotentieel wordt toebedacht dan de economie van de muntunie. De marktverwachtingen over het groeipotentieel van de beide economieën en de mogelijke implicaties op de kapitaalstromen, zijn dus nog aanwezig.

Prijs van olie

Olie vormt voor bijna bij alle productieprocessen een belangrijke grondstof. Een lagere productie in de kolossale economie van de VS impliceert minder vraag naar olie. Daardoor gaat de prijs dalen, tenzij ook het aanbod afneemt.

De eurozone is netto een grote importeur van olie. Met andere woorden, de lage olieprijs is een ondersteuning voor de economische groei in de eurozone. Een kanttekening hierbij betreft het feit dat de olieprijs de afgelopen tien jaar een zwake correlatie heeft laten zien met de conjuncturele ontwikkeling van zowel de VS (0,23 in de periode 1991-2001) als de eurozone (0,36 in de periode 1991-2001). Veel zal dan ook de komende periode afhangen van de olieproducenten.

Aandelenkoersen

Algemeen wordt aangenomen dat de beurzen in de wereld de ontwikkelingen op Wall Street volgen. Een (scherpe) val van de aandelenkoersen op Wall Street leidt ook tot koersdalingen op de Europese beurzen, met achtereenvolgens negatieve effecten op het vermogen van de consumenten, hun consumptieve bestedingen en uiteindelijk de economische groei. Wij zijn echter van mening dat de impact van dit transmissiemechanisme op de economie van de eurozone om twee redenen beperkt zal kunnen blijven.

Ten eerste oefende de beurs van New York op ongeveer meer dan helft van de bevolking het afgelopen decennium, mede als gevolg van het grote enthousiasme voor de ict-sector, een grote aantrekkingskracht uit. De aandelenkoersen leken immers tot in de hemel te stijgen. Nu de aandelenkoersen flink aan waarde hebben ingeboet, worden vooral veel kleine beleggers geconfronteerd met een aanzienlijke achteruitgang in het persoonlijke vermogen, wat van negatieve invloed is op bestedingen en dus de economische groei. Hiertegenover staat dat de beurzen in de eurozone in de jaren negentig niet dezelfde aantrekkingskracht hebben uitgeoefend op de kleine beleggers: maar ongeveer één derde van de bevolking belegt zijn spaarmiddelen in aandelen. Het leeuwendeel van de spaargelden werd en wordt door de burgers in het eurogebied nog steeds 'veilig' weggezet op een spaarrekening, die jaarlijks een vast bedrag aan rente uitkeert. Hierdoor worden de burgers in tijden van een recessie veel minder geconfronteerd met dalende persoonlijke vermogenniveaus als gevolg van de (sterke) koersdaling van aandelen op de beurs. Het negatieve effect op bestedingen en dus de economische groei is hierdoor in de eurozone veel geringer.

Ten tweede hebben ict-bedrijven in de eurozone een veel minder prominente plaats in de economie dan in de VS. De marktkapitalisatie van ict-bedrijven in de VS was eind 2000 gelijk aan ongeveer 25 procent van het totale bbp, terwijl dit bedrag niet hoger was dan twee procent voor de grootste economie van de eurozone, Duitsland. Met het uiteenspatten van de ict-zeepbel hebben ict-aandelen flinke klappen gekregen, waardoor veel beleggers hun vermogen aanzienlijk hebben zien dalen. In de eurozone is dit negatieve vermogenseffect door de geringe omvang van ict-bedrijven beperkt gebleven.

Vertrouwenseffecten

Het laatste kanaal waarlangs een recessie in de VS de economie van de muntunie kan infecteren, is via vertrouwenseffecten. Vertrouwenseffecten zijn een reflectie van de mate waarin producenten- en consumentenvertrouwen de economische ontwikkeling kunnen beïnvloeden.

Voordat we het producenten- en consumentenvertrouwen van het afgelopen decennium aan weerszijden van de Atlantische oceaan naast elkaar leggen, maken we eerst een onderscheid tussen de periode vanaf het begin van het decennium en de periode vanaf 1994.

Vanaf begin 1991 begonnen de VS uit het economische dal te klimmen. Voor 1994 bepaalden in Europa de EMS-crisis en de uitgestelde recessie vanwege voortgezette economische expansie van 1989-1991 als gevolg van de Duitse hereniging het sentiment van de consumenten, maar vooral dat van de producenten.

Uit de historische verbanden (zie [tabel 1](#)) valt op te maken dat vooral de producenten in de eurozone niet zo zeer reageren op een sentimentverandering bij de producenten in de VS als zodanig, maar met name reageren op de gevolgen hiervan voor de eigen situatie, bijvoorbeeld in de vorm van minder importvraag uit de VS. Een daling van het vertrouwen in de VS werkt dus met een vertraging door op de eurozone. Voorts lijkt een verandering in het sentiment van zowel de Europese producent als de consument een ondergeschikte rol te spelen bij achtereenvolgens de investerings- en de consumptieve uitgaven. De correlatie tussen respectievelijk het producenten- en het consumentenvertrouwen aan de ene kant en investeringen en detailhandelsverkoop aan de andere kant was in de periode 1991-2001 0,45 respectievelijk 0,53. Bij de producenten lijken andere factoren dan vertrouwenseffecten, zoals winstverwachtingen, de rentestand en natuurlijk de 'animal spirits' van Keynes, een belangrijkere rol te spelen bij investeringsbeslissingen. Het consumentenvertrouwen wordt dikwijls beïnvloed door de algemene economische situatie en niet zozeer door de eigen financiële situatie. De lage correlatie tussen de detailhandelsverkoop en het consumentenvertrouwen is mogelijk het gevolg van het feit dat het overgrote deel van de consumenten een vast inkomen geniet in de vorm van een salaris of uitkering. Veranderende algemene economische vooruitzichten leiden hierdoor niet meteen tot een aanpassing van het uitgavenpatroon.

Tabel 1. Correlatie van vertrouwenseffecten. In de tabel zijn voor de gegeven perioden zowel de cijfers van het producentenvertrouwen in de VS en de eurozone als die voor het consumentenvertrouwen in de beide blokken met elkaar gecorreleerd. Voor beide vertrouwenseffecten in de VS geldt dat deze voorlopen op de effecten in de eurozone. Bijvoorbeeld: een verandering in het sentiment in de VS aan het begin van een jaar, kent zijn volle impact in de eurozone begin juli van hetzelfde jaar

periode	1990-2001		1994-2001	
vertraging	wel*	geen	wel*	geen
producenten	0,36	-0,04	0,80	0,11
consumenten	0,84	0,75	0,72	0,60

* Eurozonegegevens met zes maanden vertraging opgenomen.

Conclusie

Uit het voorgaande volgt dat vooral de eerste twee kanalen, buitenlandse handel en directe buitenlandse investeringen, er debet aan zijn dat de economie van de eurozone wordt meegetrokken in de malaise van een recessie in de VS. De effecten van de overige transmissiemechanismen zijn of (bijna) neutraal, zoals in het geval van wisselkoers, aandelenkoersen en vertrouwenseffecten, of vooral afhankelijk van externe factoren zoals in het geval van olie. Het negatieve effect van de eerste twee kanalen zou groter zijn indien de euro zou appreciëren tegenover de dollar. Hierdoor zouden vele Europese bedrijven aan concurrentievermogen inboeten tegenover hun Amerikaanse tegenhangers en zou de waarde van beleggingen (en de opbrengsten daarvan) in de VS afnemen.

Door het globaliseringsproces is het belang van een goed en betrouwbaar monetair en budgettair beleid voor de eurozone alleen maar toegenomen. Immers, de conjunctuurr cycli tussen de beide blokken lopen nu vrijwel gelijk. Het deels opvangen van een recessie door hogere uitvoer, zoals bij de laatste recessie begin jaren negentig het geval was, is nu niet meer mogelijk. Het komt daarom nog meer aan op de slagvaardigheid van de beleidsmakers om de huidige economische problemen het hoofd te bieden.