



Internationale correlaties verrassend

Auteur(s):Schuitemaker, E.
Economisch Bureau ABN AMRO.**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4312, pagina 480, 1 juni 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

groei

De correlatie tussen de economische groei in de Verenigde Staten en euroland is opvallend laag. Ook voor andere landen zijn de correlaties met de VS lager dan vaak wordt aangenomen.

De forse groeivertraging van de Amerikaanse economie heeft de vooruitzichten voor de wereldeconomie voor 2001 en 2002 gewijzigd. De gevolgen voor andere landen zullen in aard en intensiteit verschillen, afhankelijk van het relatieve gewicht van hun handelsbetrekkingen en andere relaties met de VS en andere grote economieën. Dit kan tot verrassende uitkomsten leiden.

In dit artikel geven we eerst prognoses en een risicoscenario. Vervolgens gaan we in op correlaties tussen historische groeicijfers en op de ervaringen ten tijde van de Amerikaanse recessie van 1991.

Groei en risicoscenario

De economische groei in de VS is de afgelopen kwartalen aanzienlijk gedaald, tot minder dan één procent op jaarbasis. In ons basisscenario verwachten wij dat de Amerikaanse groei in de tweede helft van dit jaar weer aantrekt en voor 2001 als geheel anderhalf procent zal bedragen (drieënhalf procentpunt lager dan in 2000). In 2002 volgt een herstel naar drie procent. Voor de eurozone voorzien wij een groei van 2,3 procent in 2001 (ruim een procentpunt lager dan in 2000) en weer bijna drie procent in 2002. De groeicijfers zullen aanzienlijk lager dan vorig jaar uitvallen in Canada, Australië, Zuidoost- en Oost-Azië, Mexico, Rusland en Turkije. Een minder sterke vertraging zal zichtbaar zijn in Latijns Amerika en West- en Oost-Europa ([tabel 1](#)).

Tabel 1. Bbp-omvang en groeiprognoses

	2000 _a	2000 _b	2001 _b	2002 _b
<i>industrielanden</i>				
Verenigde Staten	9963	5,0	1,5	3,0
Japan	4760	1,7	0,7	1,0
<i>eurozone (12)</i>				
Duitsland	1878	3,4	2,3	2,8
Frankrijk	1289	3,0	1,7	2,5
Italië	1077	3,4	2,4	2,8
Spanje	560	2,9	2,1	2,7
Nederland	365	4,1	2,8	3,1
België	235	3,9	2,4	2,8
Finland	118	4,0	2,4	3,0
Ierland	82	5,7	3,5	4,0
Verenigd Koninkrijk	1414	12,5	9,0	8,0
Zweden	228	3,0	2,3	2,5
Denemarken	159	3,6	2,6	3,4
Zwitserland	242	2,9	2,3	1,9
Canada	702	3,4	2,3	2,0
Australië	388	4,7	2,3	2,9
<i>opkomende markten</i>				
Rusland	247	3,7	1,4	3,4
Polen	159	7,7	3,5	3,0
Tsjechië	51	4,1	3,5	5,0
Hongarije	46	3,0	3,5	4,5
China	1101	5,2	4,5	5,0
India	463	8,0	7,0	7,5
Zuid-Korea	462	6,0	6,3	6,7
Taiwan	310	8,8	3,5	5,0
Hongkong	163	6,0	2,0	4,5
Indonesië	160	10,5	2,0	4,0
		4,8	2,5	4,0

Thailand	125	4,3	3,0	4,5
Singapore	92	9,9	3,0	5,0
Maleisië	88	8,5	3,0	5,0
Filippijnen	75	3,7	3,0	4,0
Brazilië	623	4,2	2,8	4,0
Mexico	561	6,9	3,5	4,5
Argentinië	282	-0,5	1,5	3,0
Venezuela	104	3,0	4,0	2,5
Chili	68	5,4	4,0	5,0
Turkije	211	6,5	-3,0	5,0
Zuid-Afrika	125	2,4	2,8	2,7
eu 15	7824	3,4	2,3	2,8
wereld _c	29825	4,2	2,0	3,0

a. Bbp in miljarden dollars.

b. Prognose van de volumegroei van het bbp als jaar-op-jaar-percentag.

c. Totaal van de industrielanden en 27 belangrijke opkomende markten (samen goed voor bijna 97 procent van het 'wereld-bbp'), gewogen met hun bbp's en omgerekend tegen de gemiddelde wisselkoersen van het jaar 2000.

Bron: Economisch Bureau ABN AMRO.

Er bestaat echter nog steeds een risico dat de vertraging in de VS dieper zal zijn dan wel langer zal duren dan verwacht, gelet op de onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie. Een recessie van middelmatige intensiteit, min of meer vergelijkbaar met wat de VS in 1991 doormaakten, is een plausibel risicoscenario. De groei van het Amerikaanse bbp zou dan in het derde kwartaal van 2001 kunnen dalen tot -1 procent jaar-op-jaar en gemiddeld over het hele jaar net onder nul kunnen uitkomen. In 2002 zou de economie zich beginnen te herstellen maar gemiddeld nog niet hoger uitkomen dan een half procent. De Amerikaanse invoer zou in 2001 terugvallen, wat de uitvoer van andere regio's nadelig zou beïnvloeden. Een verdere daling van de aandelenkoersen zou eveneens negatieve effecten kunnen hebben en het vertrouwen van het bedrijfsleven en de consument wereldwijd kunnen schaden. Anderzijds zou een recessie in de VS de olieprijs, inflatie en rente drukken. De meeste landen kunnen hiervan dan profiteren. In opkomende markten zouden stijgende risicopremies dat voordeel echter gedeeltelijk of zelfs meer dan volledig kunnen compenseren wanneer beleggers een veilig heenkomen zoeken in bijvoorbeeld Amerikaans overheidspapier.

De invloed van de VS

De omvangrijke en relatief onafhankelijke economie van de eurozone zou slechts beperkt nadeel van een Amerikaanse recessie ondervinden. Japan krijgt mogelijk een hardere klap. Veel opkomende Aziatische economieën - met als belangrijke uitzonderingen China en India - zouden zwaar worden getroffen door hun afhankelijkheid van de VS als exportmarkt. De daling van de uitvoer zal doorwerken in de binnenlandse vraag. De bbp-groei in 2001 en 2002 zou ongeveer tweeënhalf procentpunt lager uitkomen dan in het basisscenario maar in beide jaren wel positief blijven. Wij gaan dan ook niet uit van een nieuwe Azië-crisis.

Voor Argentinië en Brazilië (betrekkelijk gesloten economieën met een hoge buitenlandse schuld) zou het effect van een Amerikaanse recessie per saldo gematigd kunnen zijn, mede dankzij lagere rentelasten als gevolg van lagere Amerikaanse renteniveaus (indien althans dit effect niet wordt tenietgedaan door hogere risicopremies). Exporteurs van olie en andere grondstoffen zoals Mexico, Chili, Colombia en Venezuela (relatief open economieën met een lagere buitenlandse schuld) zouden door de gedaalde olie- en grondstoffenprijzen slechter af zijn. Evenals bij Azië verwachten wij echter niet dat deze regio in een recessie belandt.

De landen in Centraal- en Oost-Europa zouden te maken krijgen met een afnemende groei van de invoervraag uit de eurozone, en met een daling van directe buitenlandse investeringen. Olie-exporteur Rusland zou extra nadeel kunnen ondervinden van een lagere olieprijs.

Transmissiekanalen

Grote economische schokken zoals de huidige groeivertraging in de VS kunnen via diverse transmissiekanalen economieën elders beïnvloeden. Voorbeelden van deze transmissiekanalen zijn handelseffecten, olieprijsmutaties, wijzigingen in rentetarieven, wisselkoersen, aandelenkoersen en vastgoedprijzen (met inbegrip van de gevolgen van vluchtkapitaalbewegingen), en veranderingen in het vertrouwen van bedrijfsleven en consument en daarmee in hun bestedings- en spaargedrag. Grote economische schokken kunnen zelfs gevolgen hebben voor de politieke stabiliteit in en tussen landen. De omvang van deze veranderingen en hun gecombineerde effect zijn moeilijk te voorspellen. Een aanwijzing zou kunnen liggen in de historische correlaties over de laatste tien tot twintig jaar. Dit levert inderdaad enkele interessante inzichten op (zie [tabel 2](#)).

Tabel 2. Historische groeicorrelaties, 1991-2000

	correlatie ^a met bbp-groei zelfde jaar in:			
	wereld	VS	Japan	eurozone
<i>industrielanden</i>				
Verenigde Staten	0,6	1,0	-0,5	0,2
Japan	0,3	-0,5	1,0	-0,1
eurozone (12)	0,4	0,2	-0,1	1,0
Duitsland	0,0	-0,5	0,2	0,7
Frankrijk	0,5	0,6	-0,4	0,9
Italië	0,6	0,3	0,0	0,9
Spanje	0,5	0,4	-0,1	0,9
Nederland	0,6	0,6	-0,1	0,8
België	0,6	0,4	-0,2	0,9
Finland	0,7	0,8	-0,3	0,4

Ierland	0,6	0,6	-0,2	0,5
Verenigd Koninkrijk	0,7	0,8	-0,3	0,1
Zweden	0,7	0,6	-0,3	0,7
Denemarken	0,6	0,4	0,0	0,4
Zwitserland	0,5	0,8	-0,5	0,6
Canada	0,6	0,9	-0,5	0,1
Australië	0,5	0,9	-0,5	0,0
<i>opkomende markten</i>				
Rusland	0,4	0,3	0,1	0,4
Polen	0,6	0,8	-0,3	0,0
Tsjechië	0,6	0,6	-0,1	-0,1
Hongarije	0,6	1,0	-0,5	0,2
China	-0,3	-0,2	0,0	-0,7
India	0,6	0,8	-0,3	0,0
Zuid-Korea	0,3	-0,3	0,6	0,0
Taiwan	0,0	-0,5	0,5	-0,3
Hongkong	0,2	-0,3	0,6	-0,4
Indonesië	0,3	-0,4	0,7	-0,3
Thailand	0,1	-0,4	0,5	-0,3
Singapore	0,2	-0,2	0,4	-0,4
Maleisië	0,2	-0,4	0,7	-0,4
Filippijnen	0,8	0,5	0,4	0,0
Brazilië	0,4	0,1	0,2	-0,2
Mexico	0,2	0,3	0,1	0,1
Argentinië	-0,3	-0,4	0,3	-0,2
Venezuela	-0,2	-0,5	0,4	0,1
Chili	-0,1	-0,4	0,4	-0,2
Turkije	-0,1	-0,1	0,2	-0,4
Zuid-Afrika	0,8	0,5	0,2	0,2
eu 15	0,6	0,4	-0,1	1,0
wereld	1,0	0,6	0,3	0,4

a. Correlaties tussen groeicijfers over hetzelfde jaar; +1,0 = volledige correlatie, 0 = geen correlatie, -1,0 = volledig tegengestelde bewegingen.

T

Correlaties blijken laag

In het afgelopen decennium was de correlatie tussen de economische groei in de eurozone en die in de VS opmerkelijk laag. Dat is waarschijnlijk een gevolg van de niet-gelijktijdige recessies in het begin van de jaren negentig (1991 in de VS, 1993 in Europa) en de uiteenlopende ontwikkelingen in de jaren daarna (technologiehuise in de VS, begrotingsrestricties tijdens de aanloop naar de EMU in Europa). Gemeten over een langere periode was de correlatie tussen de groeicijfers voor de eurozone en die voor de VS wat sterker. Bovendien wijzen de 1-jaar-vertraagde correlatiecoëfficiënten ¹ (niet opgenomen in de tabel) er op dat de groei in de eurozone, met een vertraging, inderdaad in bescheiden mate door de groei in de VS wordt beïnvloed; het omgekeerde blijkt minder duidelijk het geval.

Ierland, Denemarken en Zweden correleerden ongeveer even sterk met de eurozone als met de VS in de jaren negentig. Het Verenigd Koninkrijk correleerde veel sterker met de VS dan met de eurozone. Hetzelfde geldt, zoals te verwachten, voor Canada, Australië, Nieuw-Zeeland en een aantal landen in Latijns Amerika en Azië. Bij Rusland was daarentegen de correlatie met de eurozone sterker. De economische groei van de olie-exporterende landen bleek in de meeste gevallen slechts zeer licht te correleren met de gang van zaken in zowel de VS als de eurozone. Dit hangt ongetwijfeld samen met de eigen dynamiek van olieprijsbewegingen. China vertoonde een negatieve correlatie met zowel de VS als de eurozone. In Turkije lijkt de binnenlandse dynamiek overheersend.

Verrassing en voorbehoud

Voor drie groepen landen zijn de waargenomen correlaties wellicht verrassend. De economische groei van verscheidene Centraal- en Oost-Europese transitie-economieën - met name Polen, Tsjechië, Hongarije, Roemenië en Slovenië - alsmede Finland correleerde sterker met de groei in de VS dan met die in de eurozone. Het proces van omschakeling naar een markteconomie begon voor deze landen in het begin van de jaren negentig met een diepe recessie, die toevallig samenviel met de Amerikaanse recessie van 1991.

Daarentegen was de correlatie tussen de Latijns-Amerikaanse landen en de VS negatief, of op z'n best veel zwakker dan velen zouden verwachten. Dit geldt zelfs voor Mexico, dat nauwe handelsbetrekkingen met de VS onderhoudt. De peso-crisis van 1995 was hier een belangrijke verstoring factor. Bij Chili en Colombia is de correlatie met Azië hoger dan die met de VS, terwijl Brazilië en Peru sterker met Afrika correleren. Argentinië correleert negatief met de VS en met de meeste andere belangrijke regio's, uitgezonderd Latijns Amerika zelf. De verklaring ligt wellicht voor een deel in de invloed van de Amerikaanse economische groei op de renteniveaus en aldus op de schulden van deze landen. Ook andere factoren spelen echter een rol, bijvoorbeeld de bijzondere prijsdynamiek van primaire uitvoerproducten zoals olie (Venezuela, Ecuador), specifiek wisselkoersbeleid (zoals de koppeling aan de dollar in Argentinië, ondanks de devaluatie van de Braziliaanse real) en wellicht de perceptie van beleggers die overeenkomsten zien met andere regio's zoals Azië (financiële besmetting).

Voor een verrassing zorgen tot slot ook de landen in Zuidoost-Azië die vrij sterk afhankelijk zijn van de uitvoer naar de VS. De meeste van deze landen vertoonden over de jaren negentig een negatieve correlatie met de VS, als gevolg van de Azië-crisis van 1997-98 die samenviel met een periode van hoogconjunctuur in de VS. De Azië-crisis was deels te wijten aan een jarenlang zeer ruim kredietbeleid en buitensporige invoer van kort kapitaal, in combinatie met een vaste koppeling aan de stijgende dollar waardoor de concurrentiepositie van deze landen werd uitgehold. De meeste landen tonen wel een duidelijke correlatie met Japan. Indonesië correleert alleen overtuigend

met Japan en Azië als geheel, en in mindere mate met het Midden-Oosten (door zijn olie-uitvoer) en Latijns Amerika.

Hierbij moet worden aangetekend dat de waarde van deze historische correlaties beperkt is. Wetenschappers zouden het gebruikte cijfermateriaal (jaarcijfers over de periode 1991-2000) te beperkt vinden om er betrouwbare conclusies aan te kunnen verbinden. Het gebruik van kwartaalcijfers (overigens niet beschikbaar voor een aantal landen) zou tot wat grotere betrouwbaarheid leiden, maar waarschijnlijk niet tot andere conclusies. Een uitbreiding van de onderzoeksperiode, bijvoorbeeld met de jaren tachtig, zou ook achterhaalde gegevens in huis kunnen halen, gezien de structurele veranderingen in handels- en kapitaalstromen.

Recessie 1991

Een ander historisch aanknopingspunt kan worden gezocht in de ervaringen met de economische groei elders tijdens en na de Amerikaanse recessie van 1991.

Die ervaringen suggereren wellicht dat er inderdaad een flinke invloed uitging op de groei elders, althans in Europa. De diepe recessie in Centraal- en Oost-Europa was echter niet een gevolg van de Amerikaanse terugval maar van de ineenstorting van de commando-economieën en het begin van het overgangsproces naar een markteconomie. Evenzo was de vertraging in West-Europa in 1992-93 nauwelijks toe te schrijven aan de terugval in de VS maar voornamelijk aan een sterke rentestijging, die het gevolg was van de Duitse hereniging en de daardoor veroorzaakte verlengde hoogconjunctuur en inflatiestijging in Duitsland. De rentestijging leidde tot een economische vertraging, eerst bij Duitslands EMS-partners en de rest van Europa, en vervolgens in Duitsland zelf.

Zuidoost-Azië bood een gemengd beeld. De Filippijnen leken het duidelijkst getroffen te zijn door de Amerikaanse recessie. De cijfers wijzen ook op een bescheiden invloed in Zuid-Korea, Taiwan, Thailand en Singapore. India toonde een flinke terugval, die echter meer werd veroorzaakt door stijgende olieprijs en het terugdringen van de jarenlange overbesteding door de overheid dan door de Amerikaanse groeivertraging.

Interessant is dat de economische groeicijfers in Latijns Amerika weinig overeenkomst vertoonden met die in de VS. De economieën hier kwamen juist weer op snelheid in 1991, na diepe recessies in verscheidene van deze landen in 1989-'90 als gevolg van hun strijd tegen de hyperinflatie aan het eind van de jaren tachtig.

Conclusie

De berekende correlaties over de jaren negentig en de ervaringen ten tijde van de Amerikaanse recessie van 1991 laten zien dat correlaties vaak kunnen worden verzwakt of versterkt door binnenlandse dynamiek en ingrijpende verstoringen (zoals de hyperinflatie destijds in Latijns-Amerika, de overgang naar een markteconomie in Oost-Europa en de crises in Mexico en Zuidoost-Azië). Het gaat hier vaak om verstoringen die zich nooit, of althans nooit op dezelfde wijze, zullen herhalen. Deze verstoringen illustreren tevens dat correlaties niet als verklaringen moeten worden opgevat. Binnenlandse of regionale factoren blijken vaak dominant. Dat neemt niet weg dat een Amerikaanse recessie wel degelijk invloed kan hebben op andere economieën

¹ Deze meten de correlatie met de economische groei van het voorgaande jaar bij de handelspartner. De 1-jaar-vertraagde coëfficiënten zijn veelal lager dan de 'simultane' coëfficiënten.