

De Nederlandsche Bank volgt economische conjunctuur gebrekkig

Om eerder te zijn in het duiden van economische omslagpunten heeft De Nederlandsche Bank (DNB) haar conjunctuurindicator herzien. De herziening is echter een misvatting, stelt Ard den Reijer. De conjunctuurindicator is beperkt tot bijna de helft van het eerder gebruikte aantal indicatoren. De nadruk ligt nu bovendien op de maatstaf van industriële productie, wat een verdere versmalling van de conjunctuurduiding inhoudt. Met deze blikvernaauwing wijkt DNB duidelijk af van het Centraal Planbureau en het Centraal Bureau voor de Statistiek.

Conjuncturele omslagpunten en recessies

De conjunctuurdateringscomités van het NBER en CEPR voor de Amerikaanse en respectievelijk de Europese economie definiëren een recessie als een significante neergang in het niveau van economische activiteit, dat het meest zichtbaar is in het BBP, werkgelegenheid en overige maatstaven zoals industriële productie, detailhandelsverkopen en besteedbaar inkomen.

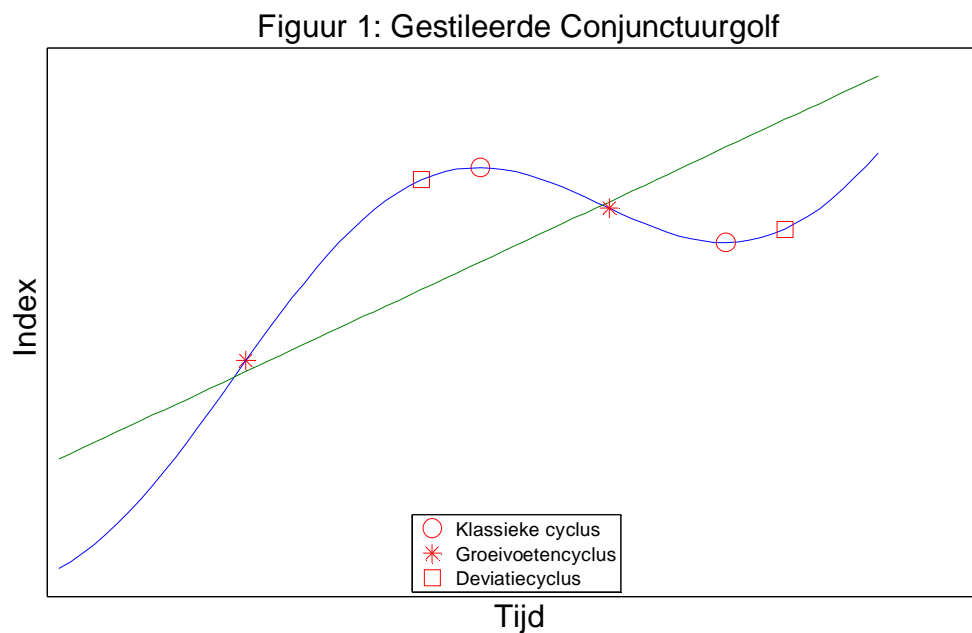
De comités gaan hierbij uit van de klassieke definitie, waarbij het conjuncturele omslagpunt bestaat uit een lokaal top/dal in een index van economische activiteit. Periodes van recessie in deze chronologie kennen een typische looptijd van *grosso modo* 1 tot 1.5 jaar, terwijl fases van opgaande conjunctuur een looptijd kennen van zo'n 6 tot 7 jaar.

De deviatiecyclus beschouwt het niveau van economische activiteit ten opzichte van het trendmatige ofwel potentiële niveau en representeert daarmee een *output gap*, die de helft van de tijd aangeeft dat er sprake is van onbenutte productiecapaciteit, hetzij dat een economie draait op overcapaciteit. De deviatiecyclus is het beleidsrelevante concept voor bijvoorbeeld op Taylor-regels gebaseerd monetair beleid of voor het bepalen van conjunctuur-neutrale overheidssaldi.

De groeivoetencyclus is een derde alternatief om de conjunctuurcyclus te representeren. Het berekenen van groeivoeten is dan de methode om de trend te bepalen. Een veelgebruikt populair criterium voor een recessie bestaat uit twee opeenvolgende kwartalen van negatieve groei van het BBP.

In figuur 1 is een gestileerde conjuncturele beweging weergegeven samen met een lineaire trend. De gestileerde conjuncturele beweging is te interpreteren als de voor seizoenseffecten gecorrigeerde index van het reële BBP. De datering van het conjuncturele omslagpunt is weergegeven als cirkel volgens de klassieke definitie (=lokale top/dal in niveau), als vierkant volgens de deviatie-definitie

(=maximale afstand tussen niveau en trend) en als sterretje volgens de groeivoeten-definitie. Indien er sprake is van een toenemende trend, dan liggen de omslagpunten en de bijbehorende recessieperiode van de groeivoetencyclus vóór de corresponderende omslagpunten en bijbehorende recessieperiode van de deviatiecyclus. Bovendien vormt de periode van klassieke recessie (gemarkeerd door twee circels) een onderdeel van de recessieperiode volgens de deviatiecyclus (gemarkeerd door twee vierkanten).



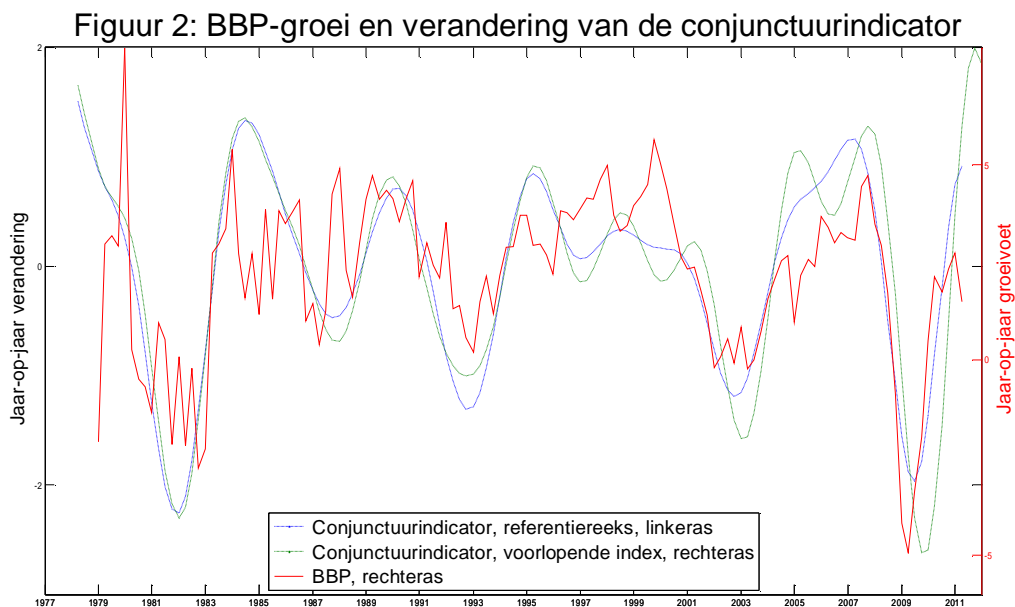
De conjunctuurindicator en haar omslagpunten

De realisatiereeks van de "oude" DNB-conjunctuurindicator (Den Reijer, 2009) is geijkt op de deviatiecyclus van het BBP en gebaseerd op indicatoren die begripsmatig nauw verwant zijn aan de eerder genoemde kernvariabelen van de conjunctuurdateringscomités, maar welke maandelijks en met geringe publicatievertraging beschikbaar komen. De voorlopende index van de conjunctuurindicator repliceert de realisatiereeks en signaleert de verwachte ontwikkeling ervan in de nabije toekomst op basis van voorlopende indicatorvariabelen. De conjunctuurindicator als instrument voor de duiding van de conjunctuur en haar omslagpunten bestaat uit de realisatiereeks en de voorlopende index.

De aanleiding om de conjunctuurindicator te herzien bestaat uit de "empirische" observatie dat de conjuncturele omslagpunten van de conjunctuurindicator (de vierkantjes) tijdens de kredietcrisis later liggen dan de corresponderende omslagpunten van de jaar-op-jaar groeivoeten van het BBP (de sterretjes, zie Grafiek 1 en Grafiek 2 in Van der Veer en De Winter (2011)). Ofwel, de appels van de groeivoetencyclus worden vergeleken met de peren van de deviatiecyclus, waarbij de wetmatigheid

dat de groeivoetencyclus vóór de deviatiecyclus ligt wordt geïnterpreteerd als een dysfunctionaliteit van het indicatorinstrument.

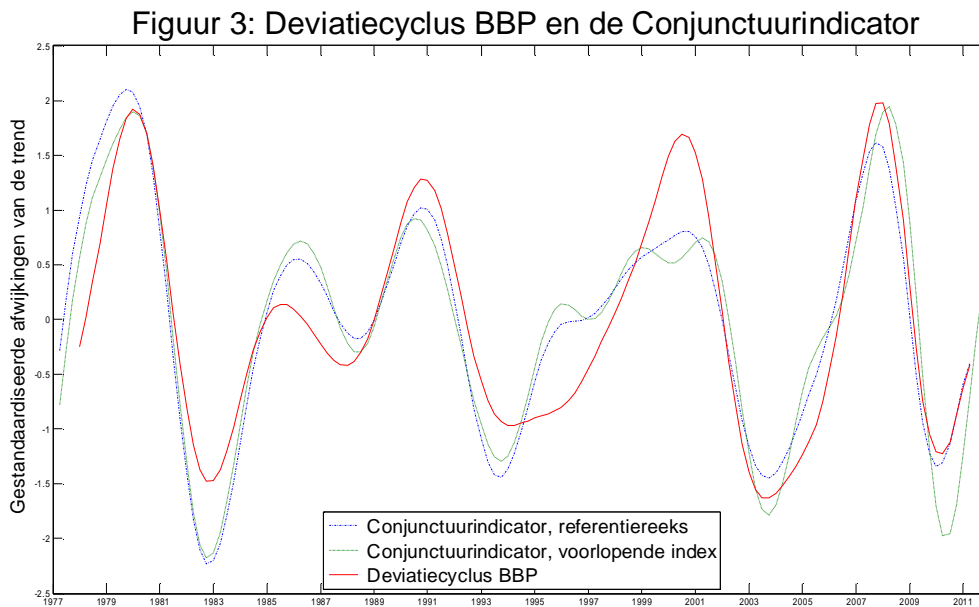
De correcte vergelijking enerzijds (van sterretjes) tussen jaar-op-jaar groeivoeten van het BBP en de jaar-op-jaar verandering van de gekwartaliseerde reeksen van de conjunctuurindicator is weergegeven in Figuur 2 en toont aan dat de omslagpunten redelijkerwijs overeenkomen. Het meest recente omslagpunt voor het BBP ligt in het tweede kwartaal van 2009, welke correspondeert met het tweede en derde kwartaal van 2009 voor respectievelijk de referentiereeks en de voorlopende index van de conjunctuurindicator. Overigens toont de voorlopende index wederom een omslagpunt in het eerste kwartaal van 2011, wat zoveel betekent dat sinds kort het tempo van verbetering vertraagt.



De correcte vergelijking anderzijds (van vierkantjes) tussen de deviatiecyclus van het BBP en de gekwartaliseerde reeksen van de conjunctuurindicator is weergegeven in Figuur 3 en toont aan dat de omslagpunten wederom redelijkerwijs overeenkomen. De referentiereeks dateert het omslagpunt in het eerste kwartaal van 2010, terwijl de voorlopende index en de deviatiecyclus van het BBP het omslagpunt dateren in het tweede kwartaal van 2010. De deviatiecyclus van het BBP is hierbij berekend aan de hand van de methodiek en instellingen, die aan de conjunctuurindicator ten grondslag liggen en welke in het herzieningsproces ongewijzigd zijn gebleven.

De conjunctuurindicator is medio 2006 geoperationaliseerd en de maandelijks geactualiseerde versie werd weergegeven op de website tot en met augustus 2011. Deze periode omvat het uitbreken van de kredietcrisis. Het instrument duidde de *real-time* conjunctuur en bijbehorende omslagpunten

volledig algoritmisch op basis van beschikbaar komende data. Met de kennis van nu, zoals omvat in de vertraagd beschikbaar gekomen BBP-cijfers, wordt *ex-post* in Figuur 2 en Figuur 3 geconstateerd dat de omslagpunten van de indicator redelijkerwijs overeenstemmen. Er is dus geen sprake van een late signalering van de omslagpunten, welke daarmee geen legitieme aanleiding vormen om het conjunctuurinstrument te herzien.



De basis voor conjunctuurduiding

Het resultaat van de herziening is de uitgekilde versie van de conjunctuurindicator. Door de referentiereeks op slechts één variabele te baseren in plaats van drie wordt het conjunctuurbegrip vernauwd tot de deviatiecyclus in de industriële productie. Hiermee valt DNB terug op haar traditie van voor 2006 en gaat voorbij aan de notie van de conjunctuurdateringscomités, namelijk dat een recessie wijdverspreid is over de economie en daarmee zichtbaar moet zijn in verschillende sectoren en bestedingscomponenten.

Ter vergelijking, het [CPB](#) hanteert een stelsel aan conjunctuurindicatoren om de deviatiecyclus in het BBP te beschrijven en de deviatiecyclus in de industriële productie vormt tezamen met die van de bouwsector en de dienstensector de pilaar van de aanbodkant. Hierbij wordt beargumenteerd dat de industriële productie momenteel minder dan 20% van het Nederlandse BBP beslaat en haar dynamiek sinds halverwege de jaren negentig steeds minder lijkt op die van de dienstensector.

De conjunctuur is een cyclische beweging die zich in een veelheid aan macro-economische variabelen min of meer gelijktijdig manifesteert. Terwijl de datering van omslagpunten gebaseerd is op gelijktijdige harde data van (industriële) productie, werkgelegenheid en inkomen, wordt de

voorlopende index gebaseerd indicatorvariabelen die i) conjunctuurcycli veroorzaken (monetair en budgettair beleid, buitenlandse ontwikkelingen, ruilvoet, etc); ii) tijdig op conjunctuurcycli reageren (bedrijfswinsten, voorraad gereed product, etc); iii) zich richten op het begin van de productieketen (orderontvangsten, afgegeven bouwvergunningen, etc.); iv) verwachtingen van economische actoren meten (producenten- en consumentenvertrouwen, aandelenkoersen, grondstoffenprijzen, etc.).

Door de conjunctuurduiding te baseren op een breed arsenaal aan gesynchroniseerde voorlopende indicatorvariabelen worden valse signalen en gemiste omslagpunten, die zich manifesteren in een enkele of een subgroep van voorlopende indicatorvariabelen, zo veel mogelijk vermeden. Het [CBS](#) duidt de conjunctuur door het signaal van 15 onderliggende indicatorvariabelen in het kwadrantenstelsel van de conjunctuurklok weer te geven. De spreiding van de resulterende puntenwolk verschaft een indicatie voor hoe breed gedragen de conjunctuurduiding op een bepaald moment is. Deze klokweergave is complementair aan de sinusoïde weergave in Figuur 3, die de samengevatte conjunctuurduiding in historisch perspectief positioneert.

Het herzieningsproces van [DNB](#) resulteert in een halvering van het aantal onderliggende voorlopende indicatorvariabelen en versmalt daarmee de basis voor conjunctuurduiding. Behoudens kleine wijzigingen in voorlooptijd en precieze definities van de onderliggende macro-economische indicatorvariabelen, wordt het aantal van 11 voorlopende indicatorvariabelen teruggebracht tot 6 stuks. Bovendien is de selectie nu geconcentreerd in de categorie verwachtingen van economische actoren. Ter vergelijking, het CPB baseert haar stelsel van conjunctuurindicatoren uiteindelijk op 29 onderliggende indicatorvariabelen.

DNB heeft onlangs haar conjunctuurindicator herzien. De aanleiding betreft een wetmatigheid die wordt aangezien voor een dysfunctionerend indicatorinstrument. Met de kennis van nu en de juiste analyse blijken de omslagpunten van de conjunctuurindicator redelijkerwijs overeen te stemmen en is er geen sprake van late signalering tijdens de kredietcrisis. De herziene conjunctuurindicator is de uitgekledede versie van het oorspronkelijke instrument. Het conjunctuurbegrip wordt vernauwd van de hele economie betreffend tot een specifieke sector zijnde de industriële productie. De basis van de conjunctuurduiding wordt versmald door het aantal voorlopende indicatorvariabelen te halveren, waardoor de herziene voorlopende index kwetsbaarder is voor valse signalen en gemiste omslagpunten. Hiermee is zowel de aanleiding als het resultaat van de herziening een misvatting.

Reijer, A.H.J. den (2009) The Dutch business cycle: a finite sample approximation of selected leading indicators. *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, 2009(02), 89-110.

Veer, K.J.M van der, en J.M. de Winter (2011) Herziening DNB-conjunctuurindicator. *ESB*, 96(4617), 525-527.

Dit artikel is geschreven op persoonlijk titel. De in dit artikel uitgedrukte zienswijzen komen niet voor rekening van het Uitvoerend Comité van Sveriges Riksbank.