

Chapter 7

Nederlandse samenvatting en conclusies

DE recente financiële crisis heeft beleidsmakers wereldwijd aanzienlijke uitdagingen opgeleverd om de economie weer op gang te krijgen. In dit manuscript heb ik de effectiviteit van verschillende (on)conventionele beleidsmaatregelen onderzocht die gericht waren op het verzachten van de negatieve effecten van de financiële crisis op de reële economie. Daarnaast heb ik verschillen in het macro-economische aanpassingsproces binnen een monetaire unie bestudeerd, gemeten aan de hand van de inflatieverwachtingen, die mogelijk een invloed hebben gehad op de transmissie van deze (on)conventionele beleidsmaatregelen op de economie.

Hoofdstuk 2 heeft een analyse gepresenteerd van de regionale verschillen in macro-economische aanpassingen in het eurogebied aan de hand van inflatieverwachtingen. Ten eerste is een Vector Autoregressief-model (VAR) geschat om de verankering van inflatieverwachtingen te meten. In een goed geïntegreerde monetaire unie zouden inflatieverwachtingen sterk moeten zijn verankerd aan de inflatie van de unie als geheel, en niet worden beïnvloed door nationale omstandigheden. De schattingen laten echter een sterke nationale bias zien in de aanpassing van inflatieverwachtingen. Dit impliceert dat de verankering van inflatieverwachtingen in overeenstemming met het mandaat van de ECB niet volledig is.

Vervolgens zijn de effecten van de crisis op de aanpassing van de inflatieverwachtingen van de consument onderzocht met twee econometrische technieken. Eerst is een fixed-effects panel

regressiemodel geschat, waarin de houdbaarheid van de staatsschuld als crisisvariabele is opgenomen. De houdbaarheid van de staatsschuld is gemeten door het verschil te nemen tussen de rente op nationaal schuldpapier ten opzichte van Duitsland, i.e. de rentespread. Ten tweede is een state space model geschat voor individuele lidstaten waarin een tijdsvariërende coëfficiënt voor de rentespread is opgenomen. De schattingen van het panel- en state space model tonen aan dat hoge rentespreads leiden tot een neerwaartse aanpassing van de inflatieverwachtingen van consumenten (interne devaluatie). Dit suggereert dat consumenten in landen die het zwaarst door de eurocrisis werden getroffen inderdaad voorzagen dat pogingen om het concurrentievermogen te herstellen en begrotingsdiscipline op te leggen zouden leiden tot een interne devaluatie. We hebben daarentegen geen bewijs gevonden voor de hypothese dat consumenten een hogere inflatie verwachtten als gevolg van externe devaluatie en stijgingen van de invoerprijzen na een exit of uiteenvallen van de euro. Dit duidt erop dat zorgen over een mogelijk uiteenvallen van de euro die financiële markten heeft beziggehouden niet zijn overgeslagen naar de consumenten in het eurogebied.

De effectiviteit van begrotingsbeleid aan de effectieve ondergrens van monetaire beleidsrentes (ELB) is in Hoofdstuk 3 bestudeerd. Aangezien het traditionele monetaire beleid steeds minder effectief is geworden door de ELB en het probleem van "one size one doesn't fit all", wordt er een groeiend beroep gedaan op begrotingsbeleid om de economie weer op de rails te krijgen. In de literatuur bestaat echter geen consensus over de effectiviteit van het begrotingsbeleid. Dit hoofdstuk heeft nieuwe empirische bevindingen gepresenteerd over de omvang van de multiplier voor het begrotingsbeleid bij de effectieve ondergrens van monetaire beleidsrentes.

De schattingen van een panel-VAR-model voor 17 ontwikkelde landen, ingebed in een theoretisch nieuw-Keynesiaans model, suggereren dat zowel de cumulatieve multiplicatoren voor overheidsconsumpties als investeringen hoger zijn (en groter zijn dan één) wanneer de monetaire beleidsrentes aanhoudend laag zijn. Deze resultaten zijn robuust voor alternatieve definities van onze ELB-specificatie, voor verschillen in monetaire regimes en conjunctuurcycli, en voor het gebruik van de Local Projection-methode in tegenstelling tot de VAR-projecties. De resultaten ondersteunen pleidooien van verschillende centrale bankiers en andere beleidsmakers om het begrotingsbeleid een belangrijkere rol te geven bij het stabiliseren van de economie, mits de duurzaamheid van het begrotingsbeleid dit mogelijk maakt.

De uitwerking van onconventioneel monetair beleid binnen het eurogebied is onderzocht in

hoofdstukken 4 en 5. Als de ECB-interventies tijdens de crisis de instabiliteit van banken in het eurogebied met succes zouden hebben verlaagd, zou dit moeten resulteren in een negatief verband tussen herfinancieringsoperaties en bankinstabiliteit (gemeten aan de hand van CDS-rentetarieven). Een omgekeerde causaliteit kan echter niet worden uitgesloten. Banken besluiten om verschillende redenen om gebruik te maken van de liquiditeit van centrale banken. Bezorgdheid over hun financiële gezondheid in de financiële markten, die leidt tot verslechterende financieringsvoorwaarden en verhoging van de CDS-tarieven, kan daaronder vallen. Deze redenering impliceert een positieve relatie tussen CDS-tarieven van banken en herfinancieringsoperaties. Aangezien beide argumenten elkaar niet uitsluiten, is in hoofdstuk 4 de causaliteitsstructuur tussen de herfinancieringstransacties van de ECB en maatstaven voor bankstabiliteit bestudeerd.

De resultaten van het schatten van twee panel modellen voor 25 banken in 7 landen tonen aan dat de toegenomen liquiditeitsvoorziening van de ECB niet onmiddellijk financiële markten gerust heeft gesteld over de gezondheid van de bankensector, zoals blijkt uit de CDS-rates van banken. Daarnaast tonen de resultaten aan dat instabiliteit van banken de vraag naar ECB-financiering doet toenemen. Deze resultaten vergroten ons inzicht in wat liquiditeitsverschaffing wel en niet kan doen om de stabiliteit van banken te versterken en kunnen derhalve van belang zijn voor beleidsmakers.

De (on)conventionele monetaire beleidsmaatregelen van een centrale bank hebben een directe en sterke invloed op de omvang en samenstelling van de balans van centrale banken (De Haan et al., 2013; Pattipeilohy, 2016). Maar zoals eerder is benadrukt, kunnen er verschillen in de macro-economische aanpassing tussen regio's zijn. Dit roept vraagtekens op met betrekking tot de uniformiteit in de ontwikkeling van regionale centrale bankbalansen binnen een monetaire unie. Tot nu toe was een volledige en geharmoniseerde dataset van de uitgesplitste balans van het Eurosysteem niet beschikbaar, wat het onderzoek naar de verschillende regionale effecten van niet-standaard monetaire beleidsacties heeft belemmerd. In hoofdstuk 5 is een nieuwe geharmoniseerde jaarlijkse dataset gepresenteerd voor de uitgesplitste balansen van de nationale centrale banken (NCB's) die deelnemen aan het Eurosysteem. Vervolgens zijn een aantal indicatoren gebruikt om de gelijkheid en synchroniciteit te meten in de ontwikkeling van de balansen van centrale banken, en is er een vergelijking gemaakt met het Federal Reserve System.

De resultaten laten een sterke homogeniteit zien in het beloop van de balans van het Federal Reserve System. Binnen de balansen van het Eurosysteem worden echter aanzienlijke asymmetrieën geconstateerd, vooral tijdens de schuldencrisis. Deze bevinding contrasteert met een studie die concludeert dat de relatieve veranderingen in de samenstelling van de balans van het Eurosysteem veel minder uitgesproken zijn dan in het geval van de Federal Reserve (Pattipeilohy, 2016). Deze schijnbaar tegenstrijdige bevindingen vanuit een geaggregeerd en een gedesaggregeerd perspectief kunnen als volgt worden verzoend. Voor zover de bewegingen in de balanssamenstelling van NCB's heterogener of eigenzinniger zijn, zullen ze elkaar compenseren en resulteren in minder uitgesproken ontwikkelingen in het gemiddelde. Wanneer daarentegen de balansen van de Fed-districtsbanken de neiging hebben om in dezelfde richting te bewegen, zal het effect van het middelen kleiner zijn, met als gevolg dat de beweging in de totale balans sterker zal zijn. Dit impliceert dat de relatieve stabiliteit van de balans van het Eurosysteem aanzienlijke heterogeniteit in de nationale centrale bank balansen aan het oog onttrekt.

In dit proefschrift heb ik sommige problemen gerelateerd aan (on)conventioneel beleid en macro-economische aanpassingen tijdens de crisis onderzocht. De bevindingen van dit manuscript zijn bedoeld om een beter inzicht te geven in de impact van recent onconventioneel beleid. Ik hoop dat de bevindingen bruikbaar zijn voor beleidsmakers en de academische wereld.