



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Fiscal policy and the business cycle: the impact of government expenditures, public debt, and sovereign risk on macroeconomic fluctuations

Kirchner, M.K.

Publication date
2011

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Kirchner, M. K. (2011). *Fiscal policy and the business cycle: the impact of government expenditures, public debt, and sovereign risk on macroeconomic fluctuations*. [Thesis, fully internal, Universiteit van Amsterdam]. Thela Thesis.

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Samenvatting | Summary in Dutch

Fiscaal beleid en de conjunctuurcyclus

Het effect van overheidsuitgaven, overheidsschuld en wanbetalingsrisico bij overheden op macro-economische fluctuaties

Dit proefschrift onderzoekt de relatie tussen fiscaal-economisch beleid en conjuncturele fluctuaties. De specifieke focus ligt op de macro-economische effecten van de overheidsuitgaven, de overheidsschuld en het risico op wanbetaling door overheden. De analyse is gebaseerd op een combinatie van empirische macro-econometrische methoden en macro-economische theorie. Het doel van de analyse is om bij te dragen de hieronder vermelde lacunes in het hedendaags macro-economisch onderzoek te vullen. De relevantie van deze aspecten en het gebrek aan onderzoek op dit terrein werden gedurende de turbulente economische gebeurtenissen van de afgelopen jaren zeer duidelijk.

1. Binnen het empirisch macro-economisch onderzoek is nog steeds geen voldoende consensus over de algemene economische effecten van fiscale maatregelen. De belangrijkste redenen voor het gebrek aan consensus zijn ten eerste problemen bij het onderscheiden van discretionaire fiscale maatregelen en automatische reacties van fiscale variabelen zoals inkomensoverdrachten en belastinginkomsten op cyclische fluctuaties, ten tweede de mogelijkheid dat discretionaire maatregelen al voor hun invoering bij marktdeelnemers bekend kunnen zijn, bijvoorbeeld in het geval van aangekondigde uitgavenprogramma's, en ten derde instabiliteit van empirische resultaten over verschillende periodes, bijvoorbeeld als gevolg van structurele economische veranderingen. De eerste twee problemen vormen een belangrijke uitdaging voor vaak gebruikte empirische methoden omdat zij schattingresultaten die op deze methoden gebaseerd zijn sterk kunnen vertekenen,

terwijl de invloed van structurele veranderingen de interpretatie van schattingsresultaten voor overlappende perioden bemoeilijkt. Een voorbeeld van een relevante structurele verandering is de toegenomen wereldwijde economische integratie, die tot meer handel en in enkele landen wellicht tot een grotere importcomponent van een budgettaire expansie geleid kan hebben. Dit grotere importaandeel kan invloed hebben op de effectiviteit van een budgettaire expansie voor de binnenlandse economische activiteit.

2. Ondanks een toename in relevant onderzoek in de afgelopen jaren kan de macro-economische literatuur slechts relatief weinig bijdragen aan de aanbeveling van passende fiscale maatregelen tijdens een crisis met zijn oorsprong in de financiële sector zoals de recente economische en financiële crisis. Dit betreft met name de empirische literatuur, vanwege een gebrek aan gegevens over relevante crisis episodes en vergelijkbare econometrische problemen zoals onder punt 1 werden genoemd. Het gebrek aan beleidsrelevante aanbevelingen kan ook worden toegeschreven aan het feit dat relevante verbanden tussen de reële economie en de financiële sector in de afgelopen decennia in het theoretisch economisch onderzoek verwaarloosd werden, mogelijk als gevolg van een vals gevoel van stabiliteit van de macro-economische ontwikkelingen in de grote ontwikkelde landen tot aan de recente crisis. Relevante kwesties zoals de impact van een abrupte stijging van het overheidstekort op de balansstructuur van financiële instellingen werden voor zover de auteur bekend is nog niet eerder bestudeerd in macro-economische modellen. Dergelijke vragen hebben wellicht een belangrijke rol gespeeld in de economisch-politieke discussies gedurende de recente crisis.
3. De literatuur laat ook ruimte voor verder onderzoek naar kwantitatieve economische modellen die rekening houden met de mogelijkheid van wanbetaling door nationale overheden. Het zou nuttig zijn om deze mogelijkheid met behulp van theoretische modellen te onderzoeken. Dit zou kunnen helpen het verband tussen de overheidsschuld, betalingsrisico's en conjuncturele fluctuaties beter te begrijpen, om passende beleidsmaatregelen te kunnen aanbevelen in een omgeving waar een hoge overheidsschuld een probleem is. Slechts enkele studies hebben

de effecten van het risico van wanbetaling door overheden in structurele macro-economische modellen onderzocht, in het bijzonder structurele modellen die met behulp van empirische methoden kunnen worden geschat die de dynamiek van de bijbehorende economische tijdreeksen volledig meeneemt. Dit soort analyse kan wellicht bijdragen aan de theoretisch-empirische beschrijving van de relevante macro-economische mechanismen.

In het licht van deze aspecten is de analyse in dit proefschrift als volgt opgebouwd. Hoofdstuk 2, gebaseerd op gezamenlijk werk met Jacopo Cimadomo en Sebastian Hauptmeier, richt zich op het probleem van instabiliteit in de macro-economische effecten van overheidsuitgaven over de tijd. In het bijzonder worden in dit hoofdstuk tijdreeks modellen met parameters die over tijd fluctueren op basis van Euro-zone data voor de periode 1980-2008 geschat om veranderingen in de effecten van overheidsconsumptie en overheidsinvesteringen in Europese landen te onderzoeken. Het hoofdstuk analyseert ook de oorzaken van deze veranderingen aan de hand van regressie analyses. De resultaten tonen aan dat het effect van overheidsuitgaven op de economische activiteit tussen 1980 en 2008 kleiner is geworden. Deze trend kan vooral worden toegeschreven aan betere beschikbaarheid van leningen en toenemende overheidsschuld. Betere beschikbaarheid van leningen kan het bijvoorbeeld voor marktdeelnemers makkelijker maken om de opbrengst van een budgettaire expansie te sparen voor hogere toekomstige belastingen. Aan de andere kant kan een hogere overheidsschuld bijvoorbeeld invloed hebben op de effectiviteit van een budgettaire expansie vanwege extra budgettaire tekorten.

Hoofdstuk 3 laat zien hoe gegevens over verwachtingen over toekomstige overheidsuitgaven kunnen worden gebruikt om de problemen van structurele vector autoregressieve econometrische technieken te verminderen, die worden veroorzaakt door het feit dat er vaakop discretionaire beleidsmaatregelen kan worden geanticiperd door marktdeelnemers. Dit fenomeen is een grote uitdaging voor empirisch onderzoek, omdat de relevante macro-economische dynamiek in een dergelijke situatie niet door vector autoregressies op basis van actuele en historische gegevens over fiscale variabelen kan worden beschreven. Empirische resultaten kunnen daardoor onbetrouwbaar zijn als het bovenstaande fenomeen wordt genegeerd. Om dit probleem te verhelpen hebben enkele

recente studies gesuggereerd “forward-looking” variabelen in vector autoregressies te gebruiken. Het doel van dit hoofdstuk is een theoretische basis voor dit soort oplossingsrichtingen te creëren. In het bijzonder schetst het hoofdstuk een empirische benadering op basis van gegevens over verwachtingen en past deze benadering dan op Amerikaanse data toe. De empirische resultaten laten zien dat budgettaire expansies op basis van hogere overheidsuitgaven minder effectief zijn dan de conventionele vector autoregressieve methode aangeeft, waarin niet rekening wordt gehouden met anticiperend gedrag wat betreft toekomstige overheidsuitgaven.

Hoofdstuk 4, gebaseerd op gezamenlijk werk met Sweder van Wijnbergen, vergelijkt de effectiviteit van verschillende fiscale maatregelen tijdens een financiële crisis in een structurele macro-economische model met fricties in de financiële sector. Om te komen tot een realistische beschrijving van fiscaal-financiële aspecten houdt het model rekening met het feit dat een groot deel van de bestaande staatsobligaties in handen van financiële instellingen is en niet rechtstreeks in handen van huishoudens. De maatregelen die worden overwogen omvatten zowel conjuncturele maatregelen (met name op uitgaven gebaseerde economische stimuleringsmaatregelen) als maatregelen ten gunste van de financiële sector (met name leningen en kapitaaloverdrachten). De resultaten van deze analyse tonen aan dat fiscale maatregelen ook destabiliserende effecten tijdens een crisis kunnen hebben, afhankelijk van het deel van de overheidstekort dat wordt gefinancierd via de financiële sector. De reden is dat door schulden gefinancierde maatregelen de kredietverlening aan de particuliere sector kunnen verdringen.

Hoofdstuk 5, gebaseerd op gezamenlijk werk met Malte Rieth, analyseert de invloed van het risico op wanbetalingsrisico's bij overheden op cyclische fluctuaties aan de hand van een voorbeeld opkomend land. De analyse baseert op een geschat kwantitatief model voor Turkije. Het hoofdstuk laat zien dat de waargenomen dynamiek van de Turkse overheidsschuld en het gedrag van het Turkse monetair beleid in interactie met de wanbetalingskans op de overheidsschuld belangrijke aspecten van in het verleden geobserveerde conjunctuurcycli in Turkije kunnen verklaren. De resultaten tonen in het bijzonder aan dat fiscale variabelen ook invloed kunnen hebben op conjuncturele fluctuaties (in overeenstemming met dit hoofdstuk over de effecten van de wanbetalingskans op de overheidsschuld op de consumptie en het opslaan van parti-

culiere beleggers) als het fiscale beleid relatief passief is. Een mogelijke conclusie is dat een beleid waarbij overheidsuitgaven meer aan belastinginkomen zijn gekoppeld de negatieve cyclische effecten van het risico van wanbetaling op de overheidsschuld kan verminderen.

Samenvattend kunnen we stellen dat de resultaten van de analyse in de hoofdstukken 2 tot en met 5 van dit proefschrift pleiten voor een voorzichtige benadering van het fiscaal-economisch beleid, in het bijzonder wat betreft de overheidsuitgaven. De resultaten van de analyse pleiten echter niet noodzakelijk voor totale fiscale passiviteit, maar ze bevestigen in plaats daarvan de opvatting dat fiscale maatregelen niet heel effectief zijn als ze worden geïmplementeerd zonder rekening te houden met de specifieke macro-economische omgeving. Tegelijkertijd ondersteunen de resultaten het idee dat een belangrijke bijdrage van fiscaal beleid aan macro-economische stabiliteit eruit bestaat dat fiscale variabelen een duurzaam pad volgen.