

University of Groningen

Essays on the U.S. financial cycle: construction, real effects and cross-border spill-overs

Rozite, Kristiana

DOI:
[10.33612/diss.93764840](https://doi.org/10.33612/diss.93764840)

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2019

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):
Rozite, K. (2019). *Essays on the U.S. financial cycle: construction, real effects and cross-border spill-overs*. [Thesis fully internal (DIV), University of Groningen]. University of Groningen, SOM research school. <https://doi.org/10.33612/diss.93764840>

Copyright

Other than for strictly personal use, 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), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Samenvatting (Dutch Summary)*

In dit proefschrift wordt de financiële cyclus in de VS vanuit verschillende gezichtspunten onderzocht. In het tweede hoofdstuk beschrijven we de cyclus aan de hand van het sentiment dat heerst bij bedrijven en huishoudens. In het derde hoofdstuk onderzoeken we twee transmissiekanalen om inzicht te krijgen in de links tussen de financiële sector en de reële sector. Onze vraag is of externe afhankelijkheid en Tobins Q investeerderssentimenten kunnen overdragen en van invloed kunnen zijn op de investeringen van Amerikaanse productiebedrijven. Ten slotte verwachten we, vanwege de omvang en het belang van de Amerikaanse economie, dat cyclische fluctuaties zich uitbreiden van de VS naar andere landen. Ons onderzoek richt zich op de grensoverschrijdende effecten van Amerikaanse marktsentimenten op Mexicaanse macro-economische indicatoren.

Hoofdstuk 2 bouwt voort op vroeg werk van Minsky (1978, 1986) en Forni (2000) en beschrijft onze maatstaven voor de Amerikaanse financiële cyclus aan de hand van sentimentsfactoren van bedrijven en huishoudens. Het sentiment dat bij huishoudens heerst is afhankelijk van inkomen en de (verwachte) vraag naar onroerend goed, terwijl het sentiment bij bedrijven afhankelijk is van toekomstige winstverwachtingen vertaald naar de prijzen van kapitaalgoederen en de voorwaarden waaronder korte- en langetermijnfinanciering beschikbaar is (zie bijvoorbeeld Minsky, 1978).

Onze conclusie is dat de sentimentsindicatoren van bedrijven en huishoudens duidelijk reageren op financiële stress en crisismomenten in de VS. Uit ons onderzoek blijkt dat de meeste dieptepunten in de Amerikaanse groeicyclus worden voorafgegaan door hoogtepunten in het sentiment bij Amerikaanse bedrijven. Dit komt overeen met de omschrijving van Minsky dat 'succes leidt tot overdaad leidt tot mislukking': het zijn de steeds optimistischere inschattingen van de waarde van kapitaalgoederen die uiteindelijk leiden tot de huidige negatieve waarde.

In hoofdstuk 3 onderzoeken we de gevolgen van het Amerikaanse investeerderssentiment voor investeringen van Amerikaanse productiebedrijven. We definiëren

*I would like to thank SOM, the graduate school and research institute of the Faculty of Economics and Business for translating this chapter.

twee transmissiekanalen van de financiële sector naar de reële sector. Ten eerste laat de externe afhankelijkheid van financieringen van een bedrijfstak een behoefte zien om te lenen (zie Rajan en Zingales, 1998). We schatten de externe afhankelijkheid van een bedrijfstak op een nieuwe manier in met behulp van paneldataregressie. Wanneer het sentiment verbetert, verbeteren ook de financieringsvoorwaarden, en dit kan door betere toegang tot schuldfinanciering leiden tot meer investeringen. Ten tweede geldt Tobins Q, gedefinieerd als de verhouding tussen boekwaarde en marktwaarde, als een graadmeter voor de groeiperspectieven van een bedrijfstak. Wanneer het investeerderssentiment en de financieringsvoorwaarden verbeteren, kan dit leiden tot meer investeringen voor groeiende bedrijfstakken die zijn gefinancierd met eigen vermogen.

We hebben empirisch bewijs gevonden dat financiële schokken door het externe afhankelijkheidskanaal worden doorgegeven aan de reële sector. Malmendier en Tate (2005) komen tot vergelijkbare conclusies met behulp van Amerikaanse bedrijfsgegevens en metingen van financieringsbeperkingen aan de hand van de Kaplan-Zingalesindex: investeringen zijn gevoelig voor financieringsbeperkingen. In tegenstelling tot Chen et al. (2007) hebben we geen bewijzen gevonden voor Tobins Q. Dit komt overeen met het idee dat Tobins Q ook voor een verkeerde waarderingscomponent van de markt staat. Hogere aandelenprijzen kunnen ertoe leiden dat managers in externe kansen investeren in plaats van het marginaal product van kapitaal verder terug te brengen.

In hoofdstuk 4 onderzoeken we de blootstelling van Mexico aan kortetermijn- en langetermijnveranderingen in de Amerikaanse omstandigheden, die kunnen worden gezien als mondiale omstandigheden. We maken een inschatting van Amerikaanse en Mexicaanse zakelijke en financiële cycluscomponenten. Onze bevindingen komen overeen met die van Kose, Meredith en Towe (2004), die concluderen dat er een sterk verband is tussen de Amerikaanse en Mexicaanse indicatoren. We concluderen dat er op de lange termijn countercycliciteit en op de korte termijn procycliciteit bestaat tussen het Amerikaans investeerderssentiment en Mexicaanse hefboomgroei en de netto financiële rekening.

Verder constateren we kortetermijn- en langetermijncountercycliciteit in de Mexicaanse netto financiële rekening met respectievelijk de Amerikaanse BNP – groeipercentages en het sentiment van Amerikaanse huishoudens. Ons bewijs komt overeen met de bevindingen van Rey (2015) dat kapitaalstromen en krediettoenames in groeimarkten afhankelijk zijn van de mondiale financiële cyclus. Onze interpretatie van het bewijs is dat de Mexicaanse economie wordt blootgesteld aan zowel de zakelijke als de financiële cyclus van de VS. We tonen bovendien aan dat in de testperiode

(einde van de NAFTA-periode) de daadwerkelijke integratie tussen de VS en Mexico toenam. De periode met toegenomen handelsintegratie viel samen met de beperkte rol van idiosyncratische schokken in de Mexicaanse aandelenkoersenindex en BNP-groeipercentages. Dit duidt erop dat de handelsovereenkomst de invloed van de Amerikaanse (zakelijke) cyclus heeft vergroot.

Uit onderzoek naar financiële cycli blijkt dat beleidsmakers voor wat betreft de zakelijke cyclus meer aandacht zouden moeten besteden aan bewegingen op de middellange en lange termijn. Binnen deze scope bestaan de beleidsuitdagingen uit het aanpakken van financiële ongelijkheden zoals problemen met voorraadoverschotten, en het voorkomen van kwetsbaarheden in het financiële systeem in het algemeen. Beleidsreacties die alleen zijn bedoeld om recessies op de korte termijn te bedwingen kunnen later tot veel grotere recessies leiden (zie bijvoorbeeld Borio, 2012). Dit proefschrift behandelt slechts een paar onderwerpen met betrekking tot de Amerikaanse financiële cyclus. Een voorbeeld van een toekomstige onderzoeksrichting is hoe financiële kwetsbaarheid, veroorzaakt door niet-gereguleerde schaduwgeldschietters, kan worden beperkt.