

2014-06-19

PERSBERICHT

Een macrofinanciële analyse van de markt voor overheidsobligaties in het eurogebied

door Hans Dewachter, Leonardo Iania, Marco Lyrio en Maite de Sola Perea

NBB Working Paper No 259 - Research Series

Het begin van de derde fase van de Europese Economische en Monetaire Unie in 1999 leidde tot een ongekende convergentie van de rendementen op overheidsobligaties in de eurolanden, waarbij de resterende ecarts vooral toe te schrijven waren aan verschillen in krediet- en liquiditeitsrisico's tussen de afzonderlijke landen. De forse stijging van de ecarts voor obligaties, vooral sinds 2011, deed niettemin vragen rijzen over de onderliggende drijvende krachten achter die dynamiek. In deze paper wordt de fundamentele component van de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied geraamd, dat is het gedeelte gerechtvaardigd door landspecifieke economische factoren, de fundamentals van het eurogebied en internationale invloeden. Het resterende (niet-fundamentele) gedeelte omvat de liquiditeitseffecten en de impact van politieke onzekerheid, naast andere gemeenschappelijke factoren die het redenominatierisico kunnen benaderen. Dat laatste risico refereert aan de mogelijkheid dat minstens één land het eurogebied verlaat. De opsplitsing van de rendementsecarts wordt verkregen door het model van Joslin, Singleton en Zhu (2011) uit te breiden tot een multi-market setting en door de invoering van een aantal unspanned macrofactoren in dit model, zoals in Joslin, Pribsch en Singleton (2013).

Het voorgestelde model behoort tot de literatuur inzake multi-issuer, no-arbitrage, affine twee-factorenmodel van de termijnstructuur en verschilt minstens in twee opzichten van de bestaande papers. Eerst wordt getracht om de fundamentele component van de rendementsecarts bij obligaties te identificeren aan de hand van een relatief groot aantal geobserveerde macro-economische factoren. Ten tweede wordt in de schatting van het model een relatief flexibele en eenvoudige methodologie gehanteerd die de meeste aan de affine twee-factorenmodellen gerelateerde nadelen opvangt. Een van die tekortkomingen is het feit dat de standaardformulering impliceert dat de macro-economische risicofactoren 'spanned' zijn door – d.w.z. kunnen worden uitgedrukt als een lineaire combinatie van – obligatierendementen. De 'spanning condition' wordt echter ontegenzeggelijk weerlegd door een standaard-regressieanalyse, die aantoont dat er geen perfecte lineaire relatie is tussen rendementen en macro-economische variabelen.

Het model wordt toegepast op rendementscurvegegevens uit België, Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje tijdens de periode 2005-2013. Er worden afzonderlijk vijf 'dual-market models' geraamd waarin de rente op de daggeldrenteswap gehanteerd wordt als de referentierente, d.w.z. dient als referentiemarkt. Er worden vier 'spanned' prijszettingfactoren berekend als lineaire rendementscombinaties. Twee van die factoren worden gebruikt ter verklaring van de daggeldrenteswap en de twee andere ter verklaring van de rendementsverschillen voor obligaties van het land. Teneinde het effect van specifieke macro-economische en financiële variabelen in de dynamiek van de rendementsecarts te bepalen, wordt een vector-autoregressiemodel geschat, waarin de 'spanned' factoren gecombineerd worden met negen 'unspanned' factoren. Vijf ervan vertegenwoordigen landspecifieke fundamentele factoren, economische indicatoren van het eurogebied en andere internationale factoren. De andere vier variabelen vatten de niet-fundamentele component van de rendementsecarts op overheidsobligaties, zoals liquiditeitspremies, politieke onzekerheid en de gemeenschappelijke dynamiek van de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied.

Er wordt geconstateerd dat zowel economische als niet-fundamentele factoren belangrijke oorzaken van verandering in de rendementsecarts op overheidsobligaties zijn. Niet-fundamentele schokken zijn de voornaamste oorzaak van veranderingen in de rendementsecarts op overheidsobligaties voor ontwikkelingen met hoge frequentie (tot een maand). Hoewel de invloed van de niet-fundamentele schokken afneemt voor de dynamiek van de rendementsecarts op overheidsobligaties met lagere frequentie (bv. op jaarbasis), verklaren deze schokken minstens 20 % van de wijzigingen in de rendementsecarts op overheidsobligaties, ongeacht de looptijd en de frequentie, in alle landen. Schokken met betrekking tot de economische fundamentals, anderzijds, worden belangrijker naarmate de voorspellingstermijn langer wordt, namelijk voor ontwikkelingen met lagere frequentie. Ten slotte blijkt uit een historische opsplitsing van rendementsecarts op overheidsobligaties dat economische fundamentals al met al de dominante onderliggende drijvende krachten achter de rendementsverschillen gebleven zijn. Niet-fundamentele schokken sorteerden echter ook een significant effect op de rendementsecarts bij overheidsobligaties, vooral sinds september 2011.