

2015-06-05

## PERSCOMMUNIQUÉ

---

### **Decompositie van het verloop van de ecarts op overheidspapier in het eurogebied**

(Artikel voor het Economisch Tijdschrift van juni 2015)

Tijdens de meest intensieve fase van de overheidsschuldencrisis bereikten de rendementen op langlopende overheidsobligaties van het eurogebied in sommige lidstaten hun hoogste peil sinds het begin van de Economische en Monetaire Unie. Bovendien zijn de rendementsecarts op overheidspapier ten opzichte van de Duitse Bund, een zeer belangrijke maatstaf van het overheidsrisico, tijdens de crisis sterk toegenomen. Vandaag zijn de rendementen echter opnieuw teruggelopen tot een historisch dieptepunt en ook de ecarts zijn aanzienlijk afgenomen, ook al blijven ze significant, vooral voor de landen in de periferie van het eurogebied.

In dit artikel wordt het effect van deze grote schommelingen en van de overheidsschuldencrisis op verschillende economische sectoren onderzocht, waarna de analyse zich toespitst op de risicopremies (en dus op de rendementsecarts) die tijdens deze crisis op de markten van de overheidsschuld werden opgetekend. Naast de overheden van de respectieve landen werden ook andere sectoren getroffen door de schuldencrisis. Zo hebben de banken hun eigen financieringsvoorwaarden zien verkrappen. Bovendien werden de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied geconfronteerd met een verstrakking van de kredietvoorwaarden, die onder meer tot uiting kwam in een verruiming van de marges op de nieuwe bancaire leningen.

Om de transmissie van de spanningen op de markten van overheidsschuld papier naar de reële economie (huishoudens en niet-financiële ondernemingen) te begrijpen, wordt de dynamiek van de rendementsecarts – die verschillende risicopremies weerspiegelen – ontleed met behulp van een macrofinancieel model. De analyse belicht de bijdragen van verschillende types van factoren, met als belangrijkste de fundamentele economische factoren (zoals de groei van het bbp of de overheidsschuld in verhouding tot het bbp) en de niet-fundamentele factoren (zoals het redenerisico - of het risico dat een lidstaat het eurogebied verlaat). Uit onze ramingen blijkt onder meer dat de rendementsecarts op overheidspapier in ruime mate werden bepaald door fundamentele factoren, hoewel ze ook aanzienlijk werden beïnvloed door niet-fundamentele risico's. Vooral het redenerisico lijkt tijdens de overheidsschuldencrisis duidelijk te hebben bijgedragen tot de rendementsverschillen van de perifere landen van het eurogebied.

Gelet op het belang van de markt van overheidsschuld papier voor de monetairbeleidstransmissie, wordt ook de rol van de ECB in het verloop van de rendementsecarts op overheidspapier belicht in het artikel. In dat verband wordt gewezen op de doeltreffendheid van het OMT-programma van de ECB (aangekondigd in september 2012), dat in het leven geroepen werd om het redenerisico te bestrijden. Als gevolg daarvan leken de niet-fundamentele componenten van de rendementsecarts medio 2014 grotendeels te zijn afgenomen in België, Spanje en Italië. In juni 2014 startte de ECB overigens met een programma van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO) en in januari 2015 breidde ze haar programma voor de aankoop van activa (APP) uit, teneinde de banken ertoe aan te zetten meer krediet te verstrekken aan de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen en de inflatie terug te brengen tot een peil onder maar dichtbij 2 %.

Sedert de aankondiging en de uitvoering van deze niet-conventionele maatregelen van monetairbeleid, zijn de rendementsecarts op overheidspapier en hun niet-fundamentele component in de drie bovenvermelde landen voortdurend geslonken. In april 2015 lijkt de bijdrage van de niet-fundamentele componenten in de drie landen miniem. Die van de fundamentele economische componenten lijkt in Spanje en Italië echter nog altijd significant te zijn. Bijgevolg zouden de rendementsecarts op overheidsobligaties nog verder kunnen dalen indien de fundamentele economische factoren structureel zouden verbeteren, met eventuele gunstige afgeleide effecten op de leningskosten van huishoudens en niet-financiële ondernemingen.