

Promotie

Mijn proefschrift omvat vijf studies over de obligatiemarkt voor de overheden van landen. Deze markt is weliswaar minder populair dan de aandelenmarkt, maar beslaat toch meer dan een derde van de totale kapitaalmarkt. De obligatiemarkt is belangrijk voor veel marktdeelnemers: overheden hebben deze markt nodig om hun schulden en uitgaven te financieren, centrale banken voor het uitvoeren van het monetaire beleid, pensioenfondsen en verzekeraars voor het beheersen van hun verplichtingen en beleggers voor de diversificatie van risico en het behalen van rendement. Mijn proefschrift laat zien dat de obligatiemarkt voor landen niet altijd efficiënt is.

Hoe is het mogelijk dat zo'n grote en belangrijke markt niet altijd efficiënt is? Dit kan te maken hebben met het typische gedrag van marktdeelnemers. Dit gedrag is uitgebreid uiteengezet in gedragseconomische theorie. Een concreet voorbeeld van dit gedrag is de Duitse tienjaars rente die in de zomer van 2014 onder de één procent zakte. Veel beleggers dachten dat de rente op dat historische dieptepunt niet nóg lager zou kunnen worden. Achteraf bleek dat de trend na even aarzelen gewoon doorzette. Daarnaast hebben zich ook veel nieuwe ontwikkelingen voorgedaan die tot nieuwe onderzoeksvragen leiden. De markt voor obligaties in lokale valuta's van opkomende landen zoals Brazilië, Polen en Indonesië is in korte tijd gegroeid tot een omvang van meer dan 1,5 biljoen Amerikaanse dollars. De opkomende markten worden niet altijd als even kredietwaardig gezien als Nederland.

De eerste studie uit mijn proefschrift laat zien dat de zes meest open opkomende markten zich desondanks wel op dezelfde manier gedragen als ontwikkelde markten zoals Nederland of Duitsland. Drie factoren die voorspelkracht hebben voor ontwikkelde obligatiemarkten – trend, waardering en groei – hebben ook voorspelkracht voor opkomende obligatiemarkten.

Het structureel kopen van de obligaties van landen met een positieve trend, een aantrekkelijke waardering (goedkoop) en lage economische groei levert een significant positief rendement op. Dit resultaat bevestigt dat het typische gedrag van marktdeelnemers ook geldt voor de nieuwe opkomende markten. In de studie laat ik (met anderen) bovendien zien dat het gedrag ook nog steeds opgaat voor ontwikkelde obligatiemarkten.

Een andere nieuwe ontwikkeling in de obligatiemarkten is de eurocrisis. Sinds de invoering van de euro in 1999 gedroegen de obligatiemarkten van de verschillende Europese landen, zoals Nederland, Duitsland, Spanje en Italië, zich nagenoeg hetzelfde. Na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 ontstonden er echter grote verschillen tussen de rentes voor deze landen. Deze verschillen worden al langer voor een groot



JOHAN DUYVESTEYN

Senior researcher en
portfolio-manager bij Robeco

gedeelte verklaard door politiek risico. De eurocrisis onderstreept het belang van politiek risico voor de markt voor overheidsobligaties.

In de tweede studie van mijn proefschrift toon ik aan dat de *verandering* van politiek risico ook belangrijk is voor obligaties en zelfs toekomstige rendementen kan voorspellen. Op basis van de verandering van politiek risico worden maandelijks twee beleggingsportefeuilles gemaakt, één die in de beste en één die in de slechtste groep landen beleggen. We zien dat beleggers een structureel positief rendement kunnen behalen door de landen met gestegen politiek risico te vermijden en te beleggen in de landen met een verbeterd po-

litiek risico. Een reden waarom de markt niet meteen reageert op veranderingen in politiek risico is wellicht omdat deze data niet gratis zijn. De marktdeelnemers moeten een betaald abonnement nemen bij het bedrijf dat deze informatie samenstelt en verspreidt.

Aandelenrendementen hebben een seizoenspatroon, bekend met het gezegde: “sell in May but remember to come back in November”. In de derde studie van mijn proefschrift laat ik zien dat overheidsobligaties ook een duidelijk seizoenspatroon hebben. Rendementen van overheidsobligaties zijn bijna vier procent hoger in de tweede helft van het kalenderjaar dan in de eerste helft van het kalenderjaar. Dit statistisch significante seizoenspatroon kan grotendeels verklaard worden door een tegenovergesteld seizoenspatroon in de inflatie van de VS; die is er namelijk drie procent lager in de tweede helft van het kalenderjaar. Bovendien heeft de verandering van de inflatie een significante invloed op de renteverandering. Een dalende inflatie gaat samen met een dalende rente en een hoger obligatierendement. Dit patroon lijkt over het hoofd gezien te worden, omdat inflatiecijfers standaard gecorrigeerd worden voor seizoenspatronen. Zodoende is het sterke seizoenspatroon niet zichtbaar in de cijfers die in het nieuws en in de kranten komen. De hogere inflatie in de eerste helft van het jaar is grotendeels toe te schrijven aan een jaarlijkse stijging van brandstofprijzen. Mogelijk wordt deze stijging gedreven door de grotere vraag naar brandstof in de koudere winters en in het voorjaar als veel Amerikanen met de auto op vakantie gaan.

De laatste twee studies gaan dieper in op het gebruik van optiemodellen voor obligatiemarkten. Samengevat bevat mijn proefschrift vijf verschillende studies over de obligatiemarkt voor landen. De studies laten zien dat de obligatiemarkt voor landen niet altijd efficiënt is.

Duyvesteyn, J.G. (2015) *Empirical studies on sovereign fixed income markets*. Proefschrift. Rotterdam: Erasmus Universiteit Rotterdam.