

# Risico-opslag bedrijfsobligaties en economische groei

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is het renteverskil tussen bedrijfs- en staatsobligaties sterk opgelopen. In deze bijdrage wordt de relatie tussen deze risico-opslag en de toekomstige economische groei geschat. Vervolgens worden de implicaties van de schattingsresultaten voor het verwachte effect van de kredietcrisis op de reële economie besproken.

**D**e kredietcrisis en de hieraan gepaard gaande onrust op de financiële markten is een actueel economisch thema sinds de zomer van 2007. Wat begon met zwakte op de Amerikaanse huizenmarkt, in het bijzonder wanbetalingen op subprime-hypotheek, resulteerde in een wereldwijde vertrouwens- en liquiditeitscrisis op de geld- en kredietmarkten. De door beleggers geëiste risico-opslag op bedrijfskrediet bovenop de rente op veilige staatsobligaties is dan ook sterk opgelopen sinds het tweede kwartaal van 2007. Figuur 1 toont dat het renteverskil tussen bedrijfsobligaties met een BBB-rating (één categorie beter dan die van zeer risicovolle hoogrenderende bedrijfsobligaties) en staatsobligaties met een veilige AAA-rating in het eurogebied vooral is toegenomen voor financiële bedrijven. De relatief sterke stijging van de risico-opslag op financiële bedrijfsobligaties illustreert het feit dat de kredietcrisis zijn oorsprong heeft in de financiële sector. Belangrijker voor het beoordelen van het effect van de kredietcrisis op de reële economie is dat de risico-opslag op obligaties van niet-financiële bedrijven ook is toegenomen. Volgens de theorie leiden hogere financieringskosten uiteindelijk tot een lagere economische bedrijvigheid. Dit gebeurt hoofdzakelijk via twee kanalen: een bankkrediet- en balanskanaal van monetaire transmissie (Altunbaş et al., 2004; De Bondt, 2004). Bankkrediet wordt niet alleen duurder en minder snel beschikbaar gesteld door een verslechterde kapitaalpositie en hogere financieringskosten van banken (bankkredietkanaal), maar ook door een achteruitgang in de financiële balanspositie van gezinnen en bedrijven (balanskanaal).

De centrale vraag is wat het verleden ons leert over de verwachte omvang van het groeivertragende effect van de hogere risico-opslag op bedrijfsobligaties. Dit artikel richt zich hierbij op het neerwaartse effect op het volume van het bruto binnenlands product (bbp) in het eurogebied, vanwege een gebrek aan betrouwbare tijdreeksen voor Nederlandse bedrijfsobligatierentes.

## Groeivergelijking

Het voorlopende karakter van de risico-opslag (RO) op bedrijfsobligaties met een BBB-rating op de jaarlijkse groei van het bbp-volume ( $y$ ) in het eurogebied is nader onderzocht door het schatten van twee vergelijkingen, waarbij  $\alpha$  en  $\beta$  de geschatte constante en risico-opslag-coëfficiënt zijn:

$$(1) 100 \times (y_t / y_{t-4} - 1) = \alpha + \beta RO_{t-3}$$

$$(2) 100 \times (y_t / y_{t-4} - 1) = \alpha + \beta RO_{t-7}$$

In de eerste vergelijking loopt de risico-opslag één jaar vooruit op de bbp-groei en in de tweede vergelijking twee jaar, aangezien de bbp-cijfers in tegenstelling tot de risico-opslag met één kwartaal vertraging beschikbaar komen. Zo was eind 2007 de risico-opslag voor het vierde kwartaal van 2007 beschikbaar, maar nog niet het bbp over dit kwartaal. De groeivergelijkingen zijn geschat over het eerste kwartaal van 1999 tot het derde kwartaal van 2007.

De schattingsresultaten laten zien dat de risico-opslag inderdaad een voorspellende waarde heeft voor de bbp-volume-groei één en twee jaar vooruit in het eurogebied met in alle gevallen een significantieniveau van één procent (zie tabel 1). De voorspelkracht, zoals weerspiegeld in de R-kwadraat, is twee jaar vooruit zelfs nog iets preciezer dan één jaar vooruit. De onzekerheid rond de schattingsresultaten is echter groter dan gebruikelijk vanwege de korte steekproefperiode. In beide gevallen zijn de standaardfouten van de regressie niet onaanzienlijk. Ze variëren tussen de 0,8 en 0,9 procentpunten. Een risico-opslag-coëfficiënt van 1 kan statistisch niet verworpen worden, gegeven de geschatte waarden tussen de -1,2 en -1,4 en de bijbehorende standaardfouten, die variëren tussen 0,3 en 0,5. De schattingsresultaten suggereren dus een een-op-een-relatie tussen de risico-opslag en de toekomstige economische groei in het eurogebied. Een dergelijke relatie wordt ook gevonden indien de risico-opslag opgesplitst wordt in een markt- en bankgebaseerde externe financieringspremie en tevens andere voorlopende financiële variabelen in de groeivergelijking worden meegenomen (De Bondt, 2005). De bevindingen in dit artikel en uit De Bondt (2005) suggereren als vuistregel dat een toename in de risico-opslag op bedrijfsobligaties met een BBB-rating met honderd basispunten grofweg leidt tot een één procentpunt lagere bbp-volume-groei één en twee jaar vooruit in het eurogebied.

## Kredietcrisis

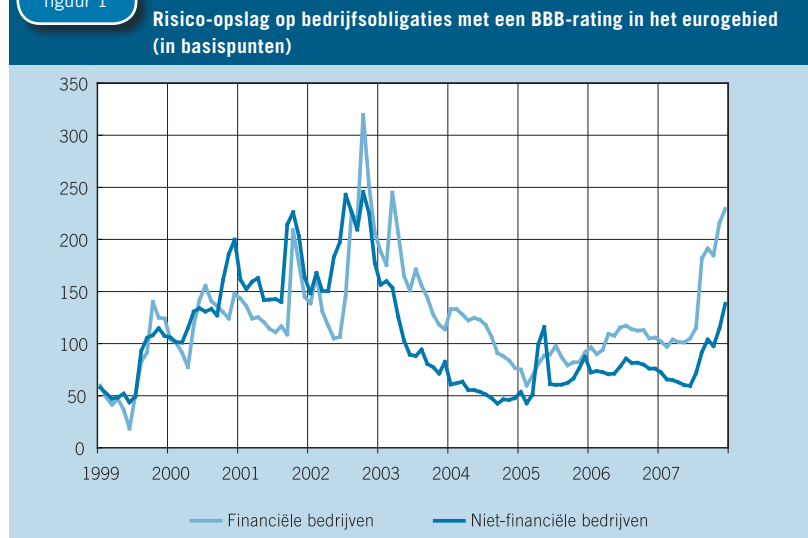
Wat zijn de implicaties van de geschatte groeivergelijkingen voor het verwachte effect van de huidige kredietcrisis op de economische groei? Voor zover nu in te schatten wijzen de hogere risico-opslagen voor dit en het volgende jaar op een economische groeivertraging. De schattingsresultaten laten althans een significant negatief verband zien tussen de risico-opslag op bedrijfsobligaties en de toekomstige economische groei. De eerder genoemde vuistregel impliceert een verwacht neerwaarts effect van de kredietcrisis op de economische groei in het eurogebied van ongeveer een halve procentpunt, gegeven de ongeveer 55 basispunten hogere risico-opslag op obligaties van niet-financiële bedrijven met een BBB-rating eind 2007 vergeleken met het tweede kwartaal van 2007, voor de onrust op de financiële markten begon. De groeivertraging zou sterker kunnen uitvallen (ongeveer één procentpunt) indien de risico-opslag van financiële bedrijven, die over dezelfde periode met 105 basispunten is toegenomen, zijn weerslag zal vinden in een vergelijkbare stijging in de risico-opslag op obligaties van niet-financiële bedrijven.

Een belangrijke kanttekening is dat deze cijfers gebaseerd zijn op een mechanische toepassing van de eenvoudige regressievergelijkingen. Er is geen garantie dat de economische groei dit keer wederom een patroon volgt dat enigszins resulteert uit de historische voorspelrelatie met de risico-opslag op bedrijfsobligaties. Zo is bijvoorbeeld het verschil tussen de risico-opslagen van niet-financiële en financiële bedrijven, zoals weergegeven in figuur 1, momenteel opmerkelijk groot. Men kan zich afvragen of dit verschil op lange termijn zal blijven bestaan. Het kan niet uitgesloten worden dat de risico-opslag van financiële bedrijven in de huidige situatie te ver is doorgeschoten en daardoor een vertekend negatief beeld geeft over de toekomstige economische groei. Er is a priori geen reden waarom de eenvoudige vuistregel voor Nederland wezenlijk anders zal zijn. Ook DNB (2007) becijfert met behulp van haar macro-econometrisch model dat een wereldwijde toename in de financieringskosten met 75 basispunten de Nederlandse bbp-volumegroei in 2008 en 2009 met 0,6 en 0,8 procentpunt drukt.

## Conclusie

Risico-opslagen op bedrijfsobligaties lopen vooruit op de economische bedrijvigheid. De hogere risico-opslagen in 2007 signaleren dus een lagere economische groei in 2008 en 2009. Regressie-uitkomsten voor het eurogebied tonen dat deze groeivertraging gematigd uitvalt volgens de risico-opslag op bedrijfsobligaties van niet-financiële bedrijven (een halve procentpunt lagere economische groei). De groeivertraging kan aanzienlijk sterker uitvallen (één procentpunt lagere economische groei) indien de risico-opslag voor financiële bedrijven zijn weerslag zal vinden in een vergelijkbare stijging in de risico-opslag op obligaties van niet-financiële

figuur 1



Bron: Merrill Lynch

tabel 1

**Schattingsresultaten bbp-volumegroei in het eurogebied (standaardfouten tussen haakjes)**

|                                  | Constante              | Risico-opslag          | R <sup>2</sup> | Regressiefout |
|----------------------------------|------------------------|------------------------|----------------|---------------|
|                                  | <b>1 jaar vooruit</b>  |                        |                |               |
| <b>Financiële bedrijven</b>      | <b>3,72</b><br>(0,51)  | <b>-1,37</b><br>(0,30) | <b>0,38</b>    | <b>0,89</b>   |
| <b>Niet-financiële bedrijven</b> | <b>3,35</b><br>(0,53)  | <b>-1,17</b><br>(0,32) | <b>0,35</b>    | <b>0,91</b>   |
|                                  | <b>2 jaren vooruit</b> |                        |                |               |
| <b>Financiële bedrijven</b>      | <b>3,54</b><br>(0,54)  | <b>-1,30</b><br>(0,47) | <b>0,43</b>    | <b>0,85</b>   |
| <b>Niet-financiële bedrijven</b> | <b>3,48</b><br>(0,45)  | <b>-1,35</b><br>(0,41) | <b>0,52</b>    | <b>0,78</b>   |

Bron: Eurostat, Merrill Lynch en geschatte vergelijkingen (1) en (2)

bedrijven. De risico-opslag voor financiële bedrijven geeft echter wellicht een vertekend negatief beeld over de toekomstige economische groei vanwege het financiële karakter van de voortslepende kredietcrisis. Het is onwaarschijnlijk dat de open Nederlandse economie zich kan onttrekken aan de negatieve reële economische effecten van de hogere financieringskosten van bedrijven. Een eenvoudige vuistregel, gebaseerd op tentatieve schattingen voor het eurogebied, is dat een toename in de risico-opslag op bedrijfsobligaties met een BBB-rating van honderd basispunten grofweg leidt tot een één procentpunt lagere jaarlijkse groei van het bbp-volume. Op basis hiervan is een regelmatige kijk op deze risico-opslagen voldoende voor een snelle, maar uiterst simpele en mechanische actualisering van de kredietmarktvisie op de toekomstige economische groei.

## LITERATUUR

- Altunbaş, Y., G. de Bondt en D. Marqués-Ibáñez (2004) Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area. *Kredit und Kapital*, (37)4, 443–464.
- Bondt, G. de (2004) The balance sheet channel of monetary policy: first empirical evidence for the euro area corporate bond market. *International Journal of Finance and Economics*, (9)3, 219–228.
- Bondt, G. de (2005) External finance premia in the euro area: Stage Three of EMU versus Stage Two. In: Berg, J., M. Grande en F.P. Mongelli (red.) *Elements of the euro area: Integrating financial markets*, hoofdstuk 9, 227–256.
- DNB (2007) De Nederlandse economie in 2007–2009: een voorspelling met MORKMON. *Kwartaalbericht*, december, 61–67.