



De bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied en de rol van de euro

Auteur(s):

Admiraal, M.W.M.

Bondt, G. de

*De auteurs zijn respectievelijk werkzaam bij De Nederlandsche Bank en de Europese Centrale Bank. gabe.de_bondt@ecb.int***Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4428, pagina 110, 5 maart 2004

Rubriek:

Monetair beleid

Trefwoord(en):

De afgelopen jaren is de bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied spectaculair gegroeid. Welke factoren verklaren deze groei en wat is de rol van de euro?

De sterke groei van de bedrijfsobligatiemarkt met jaarlijks gemiddeld tien procent is een van de meest spectaculaire ontwikkelingen van de afgelopen jaren geweest in het Europese financiële systeem en heeft positief bijgedragen aan de economische groei¹. Het uitstaande bedrag van de in euro gedenomineerde obligaties uitgegeven door bedrijven van het eurogebied is toegenomen van nog geen € 2.500 miljard ultimo 1998 naar € 4.000 miljard eind 2003. De rol van de euro in deze is echter omstreden². Sommigen beweren dat de euro een structureel en direct effect heeft gehad op de emissie-activiteit op de bedrijfsobligatiemarkt, terwijl anderen alleen een tijdelijk en indirect euro-effect beargumenteren.

Wat betreft de structurele veranderingen hoeven obligatiebeleggers niet langer valutarisico's binnen de muntunie af te dekken en spelen nu kredietrisico's en sectorale rendementen over het gehele eurogebied een dominerende rol. Met het verdwijnen van valutarisico's was een belangrijke belemmering voor de vorming van een grote bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied weggenomen, waardoor bedrijven toegang hebben gekregen tot een veel bredere en grotere (institutionele) beleggingsmarkt waarin zonder problemen grote obligatie-emissies geplaatst kunnen worden.

Tijdelijke bedrijfsherstructureringen en liberalisaties (fusies en overnames) in voornamelijk de telecomsector kunnen evenwel ook een drijvende factor zijn geweest achter de sterke groei van de bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied. Veel telecommunicatiebedrijven waren genoodzaakt hun umts-licenties te financieren. Het aandeel van deze sector in de totale emissie-activiteit nam toe van ongeveer vijftien procent in de jaren negentig naar veertig procent in 2000 en 2001, om vervolgens weer geleidelijk terug te keren naar vijftien procent in 2003.

De centrale vraag is dan ook tweeledig. In hoeverre heeft de introductie van de euro geleid tot structurele veranderingen, die hebben bijgedragen aan de groei van de bedrijfsobligatiemarkt? En in hoeverre kan dit worden toegeschreven aan een tijdelijk hogere financieringsbehoefte gerelateerd aan fusies en overnames, die deels door de invoering van de euro is versterkt?

Segmenten

De bedrijfsobligatiemarkt is in dit artikel gedefinieerd als de obligatiemarkt, anders dan de traditionele markt voor staatspapier. De bedrijfsobligatiemarkt bestaat uit drie segmenten: de markt voor schuldtitels uitgegeven door niet-financiële ondernemingen, niet-monetaire financiële ondernemingen en monetaire financiële ondernemingen, in het vervolg aangeduid met banken.

Het eerstgenoemde segment wordt ook wel gezien als de bedrijfsobligatiemarkt in enge zin. Het laatstgenoemde segment betreft voor ongeveer de helft door banken uitgegeven gedekte obligaties ('covered bonds'), zoals pandbrieven om hypotheekleningen of overheidsleningen te financieren.

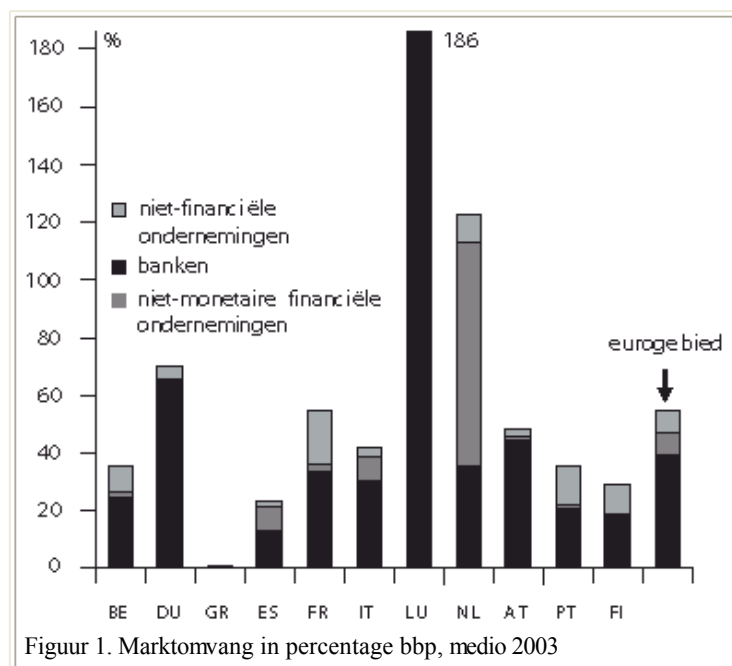
De obligatiemarkt voor niet-monetaire financiële ondernemingen valt tussen de beide andere segmenten in. Deze sector omvat vooral securitisatie in verhandelbare obligaties van niet-verhandelbare activa zoals hypothecaire leningen en bedrijfskredieten. Securitatisaties worden voor een groot deel uitgevoerd via afzonderlijke juridische entiteiten, veelal aangeduid met 'special purpose vehicles' (spvs). Vooral banken zetten hun hypotheekportefeuilles om in obligaties met verschillende kredietwaardigheid. Dit doen zij vooral om de druk op hun balans te verminderen, oftewel het behalen van solvabiliteitsvoordelen. Andere redenen zijn het behalen van lagere financieringskosten, voor liquiditeitsdoeleinden, als risicomanagementinstrument, het benutten van arbitragemogelijkheden en het aanboren van nieuwe groepen beleggers³. Het grootste deel van zo'n doorverkochte portefeuille heeft een veilige aaa-status. De hoge garantie op dit deel kan alleen worden gegeven als er beleggers zijn die de eerste verliezen op de totale hypotheekportefeuille willen dragen.

Verschillen per land

Dit artikel richt zich op de sterke groei van de bedrijfsobligatiemarkt op het niveau van het eurogebied. Deze financiële markt is echter

onvolledig geïntegreerd. Dit is een kanttekening voor deze geaggregeerde aanpak. Er bestaan enorme verschillen tussen individuele landen en tussen het belang van de drie segmenten van de bedrijfsobligatiemarkt. Deze verschillen hangen grotendeels samen met fiscale, institutionele en historische factoren.

Het grootste deel van de uitstaande bedrijfsobligaties in euro uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied is afkomstig van banken en omvat veertig procent van het bbp. Dit marktsegment is relatief sterk ontwikkeld in Luxemburg, Duitsland en Oostenrijk (zie [figuur 1](#)). De markt voor schuldtitels uitgegeven door niet-financiële ondernemingen is aanmerkelijk kleiner met een omvang van acht procent van het bbp. Dit segment is vergeleken met de nationale economie sterk ontwikkeld in Frankrijk en in mindere mate in Portugal, Finland en Nederland.



Nederlandse dominantie

In Nederland is het uitstaande bedrag van bedrijfsobligaties uitgegeven door niet-monetaire financiële ondernemingen opvallend hoog. Deze ondernemingen nemen hun financiële middelen vrijwel volledig buiten Nederland op en zetten deze vervolgens ook weer vrijwel geheel buiten ons land uit. Ze zijn doorgaans in handen van niet-ingezetenen en slechts de administratie en beheersactiviteiten worden door een Nederlands trustkantoor uitgevoerd. Hierbij spelen vooral fiscale motieven een rol. Op grond van de huidige Nederlandse regelingen kunnen financieringsmaatschappijen van grote concerns hun belastingdruk zo aanzienlijk verlagen. Een treffend voorbeeld is de recent in opspraak geraakte obligatie-uitgiften door de Nederlandse dochters van het Italiaanse zuivelconcern Parmalat.

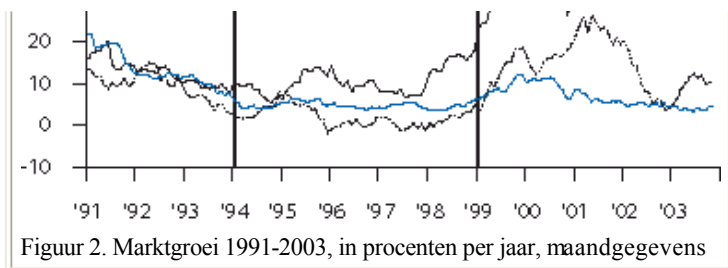
Securitisatie

Een deel van dit segment van de bedrijfsobligatiemarkt dat wel sterk verbonden is met de Nederlandse economie wordt gevormd door securitisatie-operaties. Deze hebben de afgelopen jaren een grote vlucht genomen, mede dankzij Nederlandse banken en andere financiële instellingen. Deze overgedragen activa omvatten hoofdzakelijk woninghypotheken en ongeveer twee derde ervan is afkomstig van banken. Nederlandse banken die omvangrijke hypotheekportefeuilles hebben gesecuritiseerd zijn: ABN AMRO Bank, ASR Bank en SNS Bank. Hoewel synthetische securitisaties met alleen overdracht van kredietrisico's in opkomst zijn, worden bij de meeste securitisaties de vorderingen nog daadwerkelijk overgedragen aan spv's, de zogenaamde 'true sales'. Deze transacties veroorzaken een neerwaartse vertekening van de kredietgroei, aangezien de kredieten niet langer op de balans van de financiële instellingen staan. Op het niveau van het eurogebied bedroeg dit segment van de bedrijfsobligatiemarkt acht procent van het bbp medio 2003.

Marktgroei

De drie verschillende segmenten hebben een sterk verschillende groei meegemaakt sinds de introductie van de euro (zie [figuur 2](#)). Het snelst groeiende segment is dat voor niet-monetaire financiële ondernemingen met een gemiddelde jaarlijkse groei van 37 procent in de eerste vijf jaar van de euro, vergeleken met 10 1/2 procent gedurende de Tweede Fase van de Economische en Monetaire Unie (emu). Hoewel voor de andere twee segmenten de groei minder spectaculair is geweest, is deze met 14 procent tegen 2 procent voor niet-financiële ondernemingen en 6 1/2 procent versus 4 1/2 procent voor banken toch nog altijd hoger geweest in de Derde Fase van emu dan in de Tweede Fase.





Figuur 2. Marktgroei 1991-2003, in procenten per jaar, maandgegevens

De rol van de euro

Met de introductie van de euro zijn de bedrijfsobligatiemarkten in de eurogebiedlanden getransformeerd in een diepe, liquide en eurogebied-brede bedrijfsobligatiemarkt. Met het verdwijnen van valutarisico's binnen de muntunie en de daaraan voorafgaande economische en financiële convergentie van de eurogebiedlanden was een belangrijke belemmering voor de vorming van een grote bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied weggenomen.

Kredietrisico

Voor investeerders nam de noodzaak om risico's te spreiden over overheidsobligaties van verschillende landen van het eurogebied af. Valutagerelateerde risicospreiding om een hoger rendement te behalen, verdween in januari 1999 zelfs geheel. De aandacht verplaatste zich naar kredietrisico gerelateerde risicospreiding ter optimalisering van het risico-rendementsprofiel. Wisselkoersoverwegingen en nationale verschillen in het niveau en beloop van overheidsobligatierendementen van de eurogebiedlanden maakten plaats voor kredietrisico en sectorgerelateerde overwegingen. Het ontstaan van een 'kredietrisicocultuur' in het eurogebied heeft zich geuit in een veel breder ratingspectrum van obligaties uitgegeven door niet-financiële ondernemingen. In dit segment van de bedrijfsobligatiemarkt is het aandeel van obligatie-emissies met een veilige aaa- en aa-status in de Derde Fase van de emu afgenomen ten gunste van emissies met een a en bbb kredietrating. In 1998 was nog ongeveer twee derde van de obligatie-emissies door niet financiële ondernemingen van aa- of aa-kredietkwaliteit, terwijl dit aandeel is teruggelopen tot minder dan één vijfde in 2003.

Regressiemodel

De met niet-lineaire kleinste kwadraten geschatte fouten-correctiemodel luidt als volgt. [figuur 3](#)

$$\Delta_{12} \ln OB_t = \lambda [\alpha_0 + \alpha_1 \Delta_{12} fk_t + \alpha_2 \Delta_{12} \ln BBP_t - 1 \left(\frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} \ln OB_{t-i} - \beta_1 \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} fk_{t-i} - \beta_2 \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} \ln BBP_{t-i} - \beta_3 \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} \ln FO_{t-3-i} \right) + \delta \frac{\text{trend}}{100} \text{dummy}_{\text{euro}}] + (1 - \lambda) \Delta_{12} \ln OB_{t-1} + \varepsilon_t$$

Figuur 3.

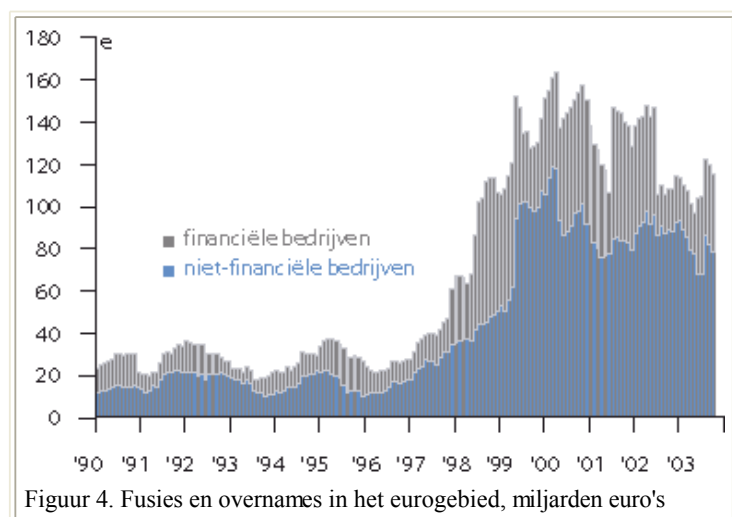
Waarbij:

OB = index van het uitstaand bedrag aan bedrijfsobligaties;

Fk = relatieve financieringskosten van bedrijfsobligaties;

BBP = bruto binnenlands product;

FO = fusies en overnames, zoals weergegeven in [figuur 4](#);



Figuur 4. Fusies en overnames in het eurogebied, miljarden euro's

Trend = trend variabele die de waarde één cumuleert gedurende een jaar;

Dummyeuro = één vanaf januari 1999 en nul daarvoor.

De verklarende variabele is de jaarlijkse groei van de bedrijfsobligatiemarkt, zoals weergegeven in figuur 2. De a's en b's reflecteren de korte respectievelijk lange-termijneffecten en l de aanpassingssnelheid naar de langetermijnevenwichtsrelatie. De d-coëfficiënt geeft het structurele effect van de euro weer. De financieringsbehoefte uit hoofde van fusies en overnames is één dan wel drie kwartalen vertraagd omdat we ervan uit gaan dat bedrijven deze financieringsbehoefte in eerste instantie financieren met andere financieringsbronnen, zoals een bancair overbruggingskrediet⁴.

Gedreven door het hogere rendement van bedrijfsobligaties vergeleken met de traditionele overheidsobligaties, begonnen institutionele en andere beleggers meer in euro gedenomineerde bedrijfsobligaties te investeren. Deze rendementsverschillen zijn substantieel. Zo bedroeg gedurende de eerste vijf jaar van de euro de gemiddelde spread tussen het rendement op langlopende bedrijfs- en overheidsobligaties dertig basispunten voor bedrijfsobligaties met een kredietrating van aaa en honderdvijftig basispunten voor de bbb-categorie, de laagste kredietklasse van 'investment grade' obligaties.

Aanbodkant

Ook vanuit de aanbodzijde werd geprofiteerd van de toegang tot een veel grotere institutionele beleggersmarkt in de eigen valuta. De 'thuismarkt' was niet langer alleen maar de nationale markt, maar ook die van alle andere landen van het eurogebied. Vooral de mogelijkheid om de omvang van de emissie te vergroten, is vanuit dit oogpunt aantrekkelijk. Dit heeft zich bijvoorbeeld geuit in een toename van obligatie-emissies om fusies en overnames te financieren (zie [figuur 3](#)). De euro heeft in dit opzicht een katalyserende invloed gehad op het continue proces van bedrijfsherstructureringen in het eurogebied, privatiseringen van staatsbedrijven en een toenemende liberalisering in veel productmarkten.

Model

De rol van de euro is nader geanalyseerd door een empirisch model te schatten voor de jaarlijkse groei van euro-gedenomineerde obligaties uitgegeven door bedrijven van het eurogebied. De schattingsmethode is een fouten-correctie model overeenkomstig de aanpak van Engle en Granger (zie kader). Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen korte- en langetermijneffecten en de aanpassingssnelheid naar een langetermijnevenwichtsrelatie tussen de bedrijfsobligatiemarkt en zijn determinanten. We beschouwen drie determinanten.

De financieringskosten van obligaties ten opzichte van die van andere externe financieringsbronnen en de financieringsbehoefte van bedrijven. Dit hebben wij benaderd door het bbp en fusies en overnames in het eurogebied. Daarnaast beschouwen wij een structureel euro-effect als determinant.

Uitkomsten

De regressie-uitkomsten tonen dat de activiteit van bedrijfsobligatie-emissies significant verklaard kan worden door de financieringskosten van obligaties ten opzichte van die van andere externe financieringsbronnen en de financieringsbehoefte van bedrijven. Meer in detail leidt een honderd basispunt lagere financieringslast van bedrijfsobligaties ten opzichte van die van andere externe financieringsbronnen ongeveer tot een drie tot vijftien procentpunt significant hogere groei van respectievelijk het uitstaande bedrag van bankenobligaties en overige bedrijfsobligaties (zie [tabel 1](#)). Een toename van de bbp-groei met één procentpunt op lange termijn leidt tot een maximaal 2 1/2 procentpunt hogere groei van de bedrijfsobligatiemarkt. Een één procentpunt hogere groei van de transactiewaarde van fusies en overnames binnen het eurogebied resulteert in een tot 0,2 procentpunt hogere groei van de bedrijfsobligatiemarkt. De geschatte aanpassing naar het langetermijnevenwichtsrelatie varieert tussen de één en twee jaar.

Tabel 1. Langetermijndeterminanten van de bedrijfsobligatiemarkt, maandgegevens voor januari 1991 tot en met september 2003

	niet-financieel		niet-monetair financieel		financieel	
financieringskosten _a	-11,40**	-10,99***	-15,59**	-17,62**	-1,78	-2,84*
bbpb	0,86***	0,71***	2,73***	2,60***	1,25**	1,20***
fusies en overnames _b	-	0,22***	-	0,13	-	0,05*
euro-effect _a	2,50**	-0,01	6,95***	5,64***	0,59 ***	0,22

***, ** en * betekent significant verschillend van nul bij respectievelijk tien, vijf en één procent onbetrouwbaarheid.

a. semi-elasticiteit.

b. elasticiteit.

Bron: ecb, Eurostat, Datastream, Thomson Financial Deals, schattingen van de auteurs.

Euro-effect

Tot slot het structurele effect van de euro. Dit is in alle drie de segmenten van de bedrijfsobligatiemarkt significant indien geen rekening gehouden wordt met de financieringsbehoefte uit hoofde van fusies en overnames.

Worden fusies en overnames daarentegen wel opgenomen in het model, dan is het euro-effect alleen significant voor niet-monetaire financiële ondernemingen. Dit suggereert dat de introductie van de euro via de financiering van fusies en overnames vooral een tijdelijk en indirect effect gehad heeft op de financieringsbehoefte van bedrijven en daarmee op de groei van de bedrijfsobligatiemarkt. Dit effect heeft gemiddeld jaarlijks maximaal 2 1/2 procent bedragen in de eerste vijf jaar van de gemeenschappelijke munt en duidt op een katalyserende invloed van de euro op het continue proces van bedrijfsherstructureringen in het eurogebied. Tegelijkertijd heeft de euro een additioneel permanent effect gehad van gemiddeld jaarlijks 5 1/2 procent op de markt voor schuldtitels uitgegeven door niet-monetaire financiële ondernemingen van het eurogebied, met name securitisatie-transacties.

Al met al tonen de empirische bevindingen dat de euro via de financieringsbehoefte van fusies en overnames tijdelijk heeft geleid tot een tot 2 1/2 procent hogere jaarlijkse groei van de bedrijfsobligatiemarkt. De euro heeft een additioneel structureel effect van gemiddeld jaarlijks 5 1/2 procent gehad op de securitisatie-transacties in het eurogebied.

Conclusie

Het bestaan van een volwassen bedrijfsobligatiemarkt is positief voor de economie. Het biedt veel bedrijven een snelle en flexibele toegang tot kapitaal. Een breed aanbod van bedrijfskapitaal heeft een gunstige invloed op toekomstige economische ontwikkelingen in het eurogebied. De introductie van de euro en daarmee het verdwijnen van valutarisico's binnen het eurogebied heeft bijgedragen aan de stormachtige ontwikkeling van de bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied sinds 1999.

Het tijdelijke en indirecte effect van de euro, via een hogere financieringsbehoefte van fusies en overnames, is geschat op maximaal 2 1/2 procent van de jaarlijkse groei van de bedrijfsobligatiemarkt. Tevens suggereren de regressie-uitkomsten een permanent effect van de euro van jaarlijks 5 1/2 procent op de obligatie-emissies van niet-monetaire financiële ondernemingen, met name securitisatie-transacties. Deze ontwikkelingen zijn echter niet uniform verdeeld over de eurogebiedlanden. Dit suggereert dat de economische activiteit kan profiteren van een verdere integratie van de bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied.

Martin Admiraal en Gabe de Bondt

1 Voor een beschrijving van recente ontwikkelingen in de financiële structuren van het eurogebied en Nederland: zie G. de Bondt en J. Kakes, *De Hollandse mix van een intermediair- en marktgeoriënteerd financieel systeem*, Bank- en Effectenbedrijf, jrg. 52, mei 2003, blz. 12-15; voor de economische voordelen van financiële integratie: P.J. Wierdsma en D. Schoemaker, *Naar één Europese financiële markt!*, *ESB*, 25 oktober 2002, blz. 766-768; R. Kleijmeer, *Hogere groei dankzij financiële integratie*, *ESB*, 31 oktober 2003, blz. 523.

2 G. Galati en K. Tsatsaronis, *The impact of the euro on Europe's financial markets*, BIS Working Paper, 100, Geneve, 2001; V. Gaspar, P. Hartmann en O. Sleijpen (red), *The transformation of the European financial system*, Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 2002.

3 De Nederlandsche Bank, *Onderschatte kredietgroei door toenemende securitisaties*, Statistisch Bulletin december, Amsterdam, 2002, blz. 17-22; *Toenemend belang van securitisaties en 'special purpose vehicles'*, Statistisch Bulletin december, Amsterdam, 2003, blz. 33-37.

4 Voor een uitgebreidere onderbouwing van deze determinanten zie: G. de Bondt, *Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence*, ECB Working Paper nr. 164, Frankfurt, 2002.