

2010-05-07

PERSCOMMUNIQUÉ

Wat bepaalt de CDS spreads van banken uit het eurogebied?

door Jan Annaert, Marc De Ceuster, Patrick Van Roy en Cristina Vespro

NBB Working Paper No 190 - Research Series

De afgelopen jaren zijn zowel marktdeelnemers als toezichthouders de credit default swap (CDS) spreads van banken gaan beschouwen als indicatoren van het kredietrisico van deze banken. De CDS spreads van banken worden regelmatig vermeld in de publicaties van centrale banken en internationale organisaties. Ze zijn ook opgenomen in regelgevende initiatieven die iets trachten te doen aan de probleemactiva op de balansen van de banken en, meer recentelijk, zijn ze voorgesteld als triggermechanisme in een aantal regelgevende initiatieven gericht op het temperen van de procycliciteit in het financiële stelsel. Er is echter weinig geweten over de determinanten van deze spreads. Bovendien doet de aanzienlijke stijging van de CDS spreads van banken op het hoogtepunt van de financiële crisis (met verschillende honderden basispunten voor een aantal banken) de vraag rijzen in hoeverre het kredietrisico verantwoordelijk is voor alle of een groot deel van de wijzigingen in deze spreads.

Deze working paper stelt een empirische analyse voor van de determinanten van de wijzigingen in de CDS spreads van banken in het eurogebied vóór en na het begin van de crisis. Er wordt gebruik gemaakt van variabelen die het afzonderlijke kredietrisico van de banken, de CDS-marktliquiditeit en de algemene economische situatie weerspiegelen om de veranderingen in de CDS-premies te verklaren. De variabelen met betrekking tot de algemene economische situatie geven tevens een potentieel beeld van het risico op het niveau van het systeem of van de risicoaversie van de beleggers.

De analyse brengt vier belangrijke resultaten aan het licht. Ten eerste vertonen de determinanten van de wijzigingen in de CDS spreads van banken een significante variatie in de tijd. Deze bevinding, die een bevestiging vormt van vergelijkbare resultaten uit studies over obligatie spreads, maakt het noodzakelijk dat de modellen die de wijzigingen in de CDS spreads van banken trachten te verklaren, veelvuldig worden herzien om de juiste "signalen" te geven. Dit is belangrijk, omdat het mogelijk is dat toezichthouders en monetairbeleidsmakers verschillende acties ondernemen, al naargelang blijkt dat de wijzigingen in CDS spreads het gevolg zijn van het kredietrisico, liquiditeitsfactoren of conjuncturele factoren. Ten tweede spelen de variabelen die het kredietrisico van de afzonderlijke banken weerspiegelen, geen significante rol bij het verklaren van de wijzigingen in de CDS spreads van banken, noch tijdens de periode voorafgaand aan de crisis, noch tijdens de crisisperiode zelf. Sommige van de variabelen die de algemene economische situatie benaderen, zijn echter significant, al zijn hun belang en teken in de loop der tijd wel veranderd. Deze bevindingen geven aan dat de beleidsmakers niet alleen de CDS spreads van de financiële instellingen zouden moeten hanteren als marktindicatoren van het kredietrisico. Idealiter zou het verloop van CDS spreads moeten worden onderzocht in combinatie met andere marktindicatoren (bv. Expected Default Frequencies, de aandelenkoersen, enz.) om te komen tot een nauwkeurige beoordeling van het kredietrisico. Ten derde is de CDS-marktliquiditeit een significante factor geworden bij het verklaren van de wijzigingen in de CDS spreads van banken toen de crisis uitbrak in de zomer van 2007. Uit deze bevinding blijkt dat de rol van de CDS-marktliquiditeit uitdrukkelijk in aanmerking zou moeten worden genomen bij het analyseren van CDS spreads. Dit is een belangrijke vaststelling, omdat de meeste studies de liquiditeit nog niet behandelen als een belangrijke determinant van CDS spreads. Ten slotte is het feit dat het verklarende vermogen van het model sterk is verminderd tijdens de maanden vóór het begin van de crisis, in overeenstemming met de analyses van verscheidene internationale organisaties (bv. het IMF). Die analyses gaven in het voorjaar van 2006 tekenen van een sterke risicobereidheid, die mogelijk heeft geleid tot een ernstige onderschatting van de economische risico's of tot een overschatting van de liquiditeit in hefboominstrumenten. Er was met andere woorden een gebrek aan prijsstelling van het kredietrisico binnen het systeem.