

KU LEUVEN

Vives



Vlaams Instituut voor Economie en Samenleving

Naamsestraat 61 | bus 3550
B-3000 Leuven | BELGIUM
Tel. 032 16 326661
vives@kuleuven.be

VIVES

Briefings

2014

16 mei

Hebben langdurige regeringsformaties een rente-verhogend effect?

Annelore Van Hecke, Robrecht Vandendriessche & Joep Konings

annelore.vanhecke@kuleuven.be

Tel.: 016 32 68 38

Het Vlaams Instituut voor Economie en Samenleving, VIVES, is een economisch onderzoekscentrum dat via fundamenteel en toegepast onderzoek wil bijdragen tot het maatschappelijk debat inzake de economische en maatschappelijke ontwikkeling van regio's, in het bijzonder van Vlaanderen. VIVES is als onderzoekscentrum wetenschappelijk en juridisch geïntegreerd binnen de KU Leuven en werkt ook samen met research fellows uit andere universiteiten.

Samenvatting

Naarmate de verkiezingskoorts in de aanloop naar 25 mei stijgt, neemt ook het aantal onheilsvoorspellingen met betrekking tot lange regeringsformaties en stijgende rente-spreads op de Belgische staatsschuld hand over hand toe. Gevreesd wordt dat een nieuwe politieke impasse, die zou leiden tot een aanslepende regeringsformatie zoals in 2010-2011 het geval was, de rente op financiële markten de hoogte in zou jagen. In deze VIVES Briefing gaan we na hoe de vork in de steel zit. Doen (lange) regeringsformaties het kredietrisico van landen toenemen?

We onderzoeken deze stelling aan de hand van een vergelijkende studie waarbij regeringsformaties in verschillende landen en hun rente-spreads bekeken worden over een periode die zowel crisisperiodes als niet-crisis periodes omvat. Deze andere landen worden met andere woorden gebruikt als een ‘counter-factual’.

De voornaamste resultaten kunnen als volgt worden samengevat:

- (i) Het vormen van een nieuwe regering heeft geen statistisch significant effect op de rente die overheden moeten betalen op hun schuld.*
- (ii) Zelfs wanneer we het effect van een regeringsformatie uitsplitsen in onderhandelingen met een “korte” en “lange” looptijd, vinden we geen significant effect van langdurige regeringsformaties.*
- (iii) Tegen onze veronderstelling in, blijkt een crisisperiode het effect van regeringsformaties ook niet te versterken. We vinden echter wel een kleine rente-verhogende impact van de verhoogde bankenrisico’s tijdens de voorbije crisisperiode.*
- (iv) Een interessant resultaat tenslotte is dat niet een lange regeringsformatie, maar het organiseren van verkiezingen op zich afgestraft lijkt te worden tijdens een crisisperiode: in de aanloop naar de verkiezingen neemt de spread gemiddeld toe met 0.38 procentpunten of 38 basispunten. Zo’n stijging is te verklaren aangezien een regeringswissel de nodige onzekerheid omtrent het beleid met zich meebrengt, een effect dat sterker aanwezig is tijdens een crisis.*
- (v) Wanneer we inzoomen op het speciale geval van België, merken we slechts vanaf de veertiende maand regeringsonderhandelingen (augustus 2011) een rente-verhogend effect van een regeringsformatie in crisistijd. In de laatste maand van de formatie liep*

het effect op tot 0.91 procentpunten. Dit effect dient echter gekaderd te worden in de specifieke situatie tijdens het najaar van 2011, gekenmerkt door een toegenomen bankenrisico en verhoging van de overheidsschuld (nationalisering van Dexia bank) en een ratingverlaging van Standard&Poor's in november, die slechts deels het effect was van het feit dat de regering geen herstelbeleid kon voeren door de aanslepende regeringsonderhandelingen. Een toename van 0.91 procentpunten blijft al bij al vrij beperkt.

Onze resultaten zijn niet onlogisch gegeven onze dataset: enerzijds bekijken we ontwikkelde landen met democratische en stabiele regimes waarvoor het zogenaamde "politieke risico" beperkt is; anderzijds duren regeringsformaties (met uitzondering van de Belgische) niet langer dan 6 maanden, waardoor we het effect van zeer lange formaties moeilijker kunnen vatten. Wat "lange" regeringsformaties betreft, bekijken we hier naast België bijvoorbeeld ook Nederland, Finland en Duitsland; landen met goede "fundamentals" wat betreft schuld en begrotingsdiscipline die bijgevolg minder snel in het vizier komen van de financiële markten. Dit toont nogmaals aan dat in ontwikkelde landen het begrotingstraject belangrijker is dan het al dan niet lang onderhandelen over een nieuwe regering.

1. Inleiding

Naarmate de verkiezingskoorts in de aanloop naar 25 mei stijgt, neemt ook het aantal onheilsvoorspellingen met betrekking tot lange regeringsformaties en stijgende rente-spreads op de Belgische staatsschuld hand over hand toe. Gevreesd wordt dat een nieuwe politieke impasse, die zou leiden tot een aanslepende regeringsformatie zoals in 2010-2011 het geval was, de rente op financiële markten de hoogte in zou jagen. Politici, economen en financiële experts allerhande lieten reeds hun licht schijnen over deze gevoelige materie. Recent waarschuwden Luc Coene, voorzitter van de nationale bank, en Wouter Beke, voorzitter van CD&V, nog voor een financiële impasse. Financiële experts zoals Peter Vanden Houtte van ING, Jean Deboutte van het agentschap van de schuld en Edwin De Boeck van KBC proberen deze paniekzaaiërij te temperen.

Tot hiertoe is er echter geen enkele wetenschappelijke en onafhankelijke studie die aantoont dat een lange regeringsformatie oorzaak kan zijn van stijgende rentevoeten. Er is er ook geen enkele die aantoont dat er geen verband is. Uitspraken in de media lijken daarom hoofdzakelijk ingegeven door een politieke agenda, of in het geval van financiële experts, uit angst om de financiële markten te verontrusten.

In deze VIVES Briefing gaan we na hoe de vork in de steel zit. Doen lange regeringsformaties het kredietrisico van landen toenemen? Heeft de Belgische situatie in 2011, gekenmerkt door woelige economische tijden, enige voorspellende waarde voor de nakende verkiezingen en regeringsonderhandelingen?

We onderzoeken deze stellingen aan de hand van een vergelijkende studie waarbij regeringsformaties in verschillende landen en hun rente-spreads bekeken worden over een tijdsspanne die zowel crisisperiodes als niet-crisis periodes omvat.

2. Data

Interestvoeten en spreads

In deze studie willen we op- en neergaande bewegingen van de rente op overheidsobligaties verklaren aan de hand van een aantal determinanten, waarvan het voeren van (lange) regeringsonderhandelingen er één is. De rente op overheidsobligaties van een land wordt enerzijds beïnvloed door gemeenschappelijke marktfactoren zoals het rentebeleid van de centrale bank, inflatie, macro-economische schommelingen, de algemene risico-aversie van beleggers en het investeringsklimaat (economische groeiverwachtingen). Anderzijds bevat de rente ook een component die het individuele krediet- en liquiditeitsrisico van een land meet. Het kredietrisico geeft aan hoe hoog beleggers de kans inschatten dat een overheid in gebreke zal blijven bij de terugbetaling van haar schuld. Het liquiditeitsrisico meet hoe vlot de obligatie verhandelbaar is op de markt. Omdat we enkel geïnteresseerd zijn in deze landen-specifieke component van de rente, nemen we het verschil met een risicovrije rentevoet die de eerder aangehaalde gemeenschappelijke factoren ondervangt.

Dit verschil noemt men de “spread”. Traditioneel neemt men hiertoe het verschil met de Duitse rente, maar omdat we ook niet-Europese landen in onze dataset opnemen, en omdat de Duitse rente tijdens de eurocrisis sterk beïnvloed werd door “flight to quality” (het fenomeen dat investeerders betrouwbare beleggingen opzoeken en zo de rente van deze beleggingen sterk doen dalen), nemen we de vaste rente bij interest rate swaps (IRS)¹ in dezelfde munt en met dezelfde looptijd als benchmark. Deze werkwijze is gebruikelijk in de recente literatuur, cf. o.a. Alper, Forni en Gerard (2012) en Afonso en Strauch (2004).² In wat volgt wordt dit renteverskil aangeduid met de term “spread”.

Dagelijkse data over de periode 2000 - 2014 m.b.t. rente op overheidsobligaties en renteswaps, beiden met een looptijd van 10 jaar, werden bekomen uit Datastream. De gehanteerde spreads worden per land in een grafiek weergegeven in Bijlage 1.

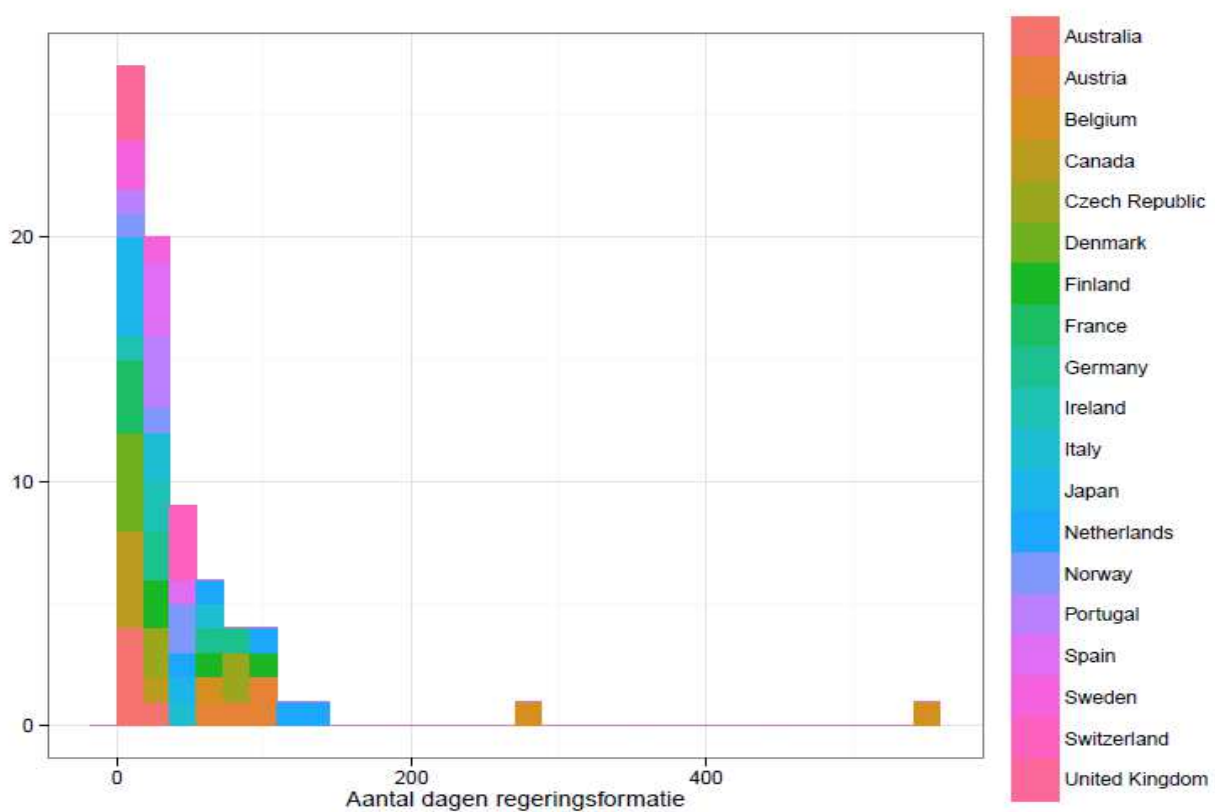
¹ Swaps zijn derivaten waarbij een partij een bepaalde kasstroom of risico wisselt tegen dat van een andere partij. Een interest rate swap is een financieel contract om zich in te dekken tegen renterisico's en omvat de uitwisseling van een stroom vaste rentebetalingen (of –inkomsten) tegen variabele rente-inkomsten (of –betalingen).

² Als “robustness check” herhaalden we onze analyse met spreads t.o.v. de Duitse rente als afhankelijke variabele. Deze aanpassing wijzigde de resultaten nauwelijks.

Regeringsformaties en hun duur: een overzicht

Voor onze analyse gebruiken we data met betrekking tot regeringsformaties in 19 landen³, afkomstig uit de *ParlGov* database van het ‘Centre for Social Policy Research’ in Bremen⁴. Een regeringsformatie wordt gedefinieerd als de periode tussen de verkiezingen van een nationaal parlement en de vorming van een nationale regering. We creëren een variabele *gov* die de waarde 1 aanneemt voor elke dag waarop een regeringsformatie plaatsvindt en de waarde 0 indien er geen regeringsformatie is. Het aantal dagen regeringsformatie is als volgt gespreid over de verschillende landen:

Figuur 1: Spreiding van het aantal dagen regeringsformatie over verschillende landen in de dataset (aantal regeringsformaties op de verticale as)



³ Het betreft de volgende landen: Australië, België, Canada, Denemarken, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Japan, Nederland, Noorwegen, Oostenrijk, Portugal, Spanje, Tsjechië, het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Griekenland werd niet opgenomen in de analyse omdat deze uitschieter de geschatte effecten in deze studie te sterk beïnvloedt.

⁴ www.parl.gov.org – Universiteit van Bremen Centre for Social Policy Research (ZeS).

Regeringsformaties duren gewoonlijk (met uitzondering van de Belgische) niet langer dan 6 maanden. De twee Belgische pieken in Figuur 1 verwijzen naar de formaties van de regeringen Leterme (2007-2008) en Di Rupo (2010-2011). Het mediaan aantal dagen regeringsformatie is 30 dagen.

Om het effect van “lange” onderhandelingen te onderscheiden van het effect van een “normale” onderhandelingsperiode verdelen we de dummy variabele *gov* verder onder in korte regeringsformaties (*afterelec*) en lange regeringsformaties (*prolgov*). Als kantelpunt nemen we de mediaan duurtijd van een regeringsformatie, die 30 dagen bedraagt.

De variabele *afterelec* neemt bijgevolg de waarde 1 aan voor regeringsformaties korter dan 30 dagen en gedurende de eerste 30 dagen van een “lange” regeringsformatie. *Prolgov* neemt de waarde 1 aan voor elke dag vanaf één maand na de verkiezingen tot de vorming van een regering, en meet dus het effect van een langdurige regeringsformatie.

Tenslotte creëren we ook een variabele *preelec* die de periode vóór de verkiezingen aangeeft door de waarde 1 aan te nemen voor elke dag vanaf één maand voor de verkiezingen tot aan de dag van de verkiezingen. Op deze manier willen we meten of er ook een effect is op de interestvoet in de aanloop naar de verkiezingen. De literatuur (Block en Vaaler, 2004 en McMenamin et al., 2013) geeft aan dat onzekerheid over de te verwachten uitkomst van verkiezingen meestal leidt tot een stijging in de interestvoet in de periode vóór de verkiezingen. Na bekendmaking van de verkiezingsresultaten zou de interestvoet terug dalen, een effect dat gedeeltelijk door de variabele *afterelec* (korte regeringsformatie) zal meegenomen worden.

Crisis

Een regeringsformatie zal wellicht een ander effect hebben op de “spread” tijdens een economische crisis dan wanneer er geen economische crisis plaatsvindt. Hierbij denken we vooral aan de recente financiële en economische crisis, die ook ontaardde in een schuldencrisis bij overheden. Interestvoeten werden beïnvloed door speculatie, externaliteiten (o.a. oversijpelings-effecten van de Griekse crisis naar de rentevoeten van andere Europese landen) en de zogenaamde “animal spirits” (marktsentiment en paniekreacties). Deze onrust op financiële markten kan het effect van regimewissels en regeringsformaties versterken. Tijdens onze

beschouwde periode onderscheiden we twee crisissen: de technologische crisis van 2000-2002 en de financiële crisis van 2009-2012. We creëren een dummy “crisis” die de waarde 1 aanneemt tijdens beide crisissen. Voor de technologische crisis nemen we de dagen tussen het hoogtepunt (10 maart 2000) en het dieptepunt (31 juli 2002) van de Amerikaanse technologiebeurs NASDAQ. Voor de financiële crisis⁵ neemt de variabele de waarde 1 aan de dagen tussen de aankondiging van de Griekse premier G. Papandreou dat het overheidstekort en -schuld groter is als eerst aangekondigd (16 oktober 2009) en de verklaring van de voorzitter van de Europese Centrale Bank M. Draghi op de investeringsconferentie in Londen (26 juli 2012)⁶.

Bankenrisico

Spreads op overheidsschuld worden ook sterk beïnvloed door veranderingen in schuld en begrotingssaldi. Dergelijke data zijn niet beschikbaar op dagelijkse basis en vallen dus buiten het bestek van deze voorlopige analyse. Echter, de schommelingen in overheidsschuld waren groot tijdens de recente overheidsschuldencrisis, onder meer door de hulp die verleend werd aan financiële instellingen. Het risico dat overheidssteun dient verleend te worden aan de financiële sector bij “bank runs” en dreigende faillissementen van banken wordt dan ook rechtstreeks vertaald in de rentevoeten. Daarom nemen we ook een indicator van het bankenrisico op in de analyse, afkomstig uit Datastream. Het betreft een index van de premies die betaald worden op *Credit Default Swaps (CDS)*⁷ van de Europese banksector.

⁵ Deze crisis kan ruimer gedefinieerd worden over een periode vanaf 2007, maar dit heeft weinig effect op de resultaten van deze studie.

⁶ Hier verklaarde M. Draghi: “de ECB zal alles doen wat nodig is om de euro te redden”. Als reactie hierop vond er een sterke daling plaats van de rentes op overheidsobligaties voor heel wat geïsoleerde landen.

⁷ Een Credit Default Swap is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij het kredietrisico van een derde partij wordt overgedragen, hier het kredietrisico van de financiële sector. De premie van een CDS m.b.t. obligaties van een bank is een maatstaf van het kredietrisico van deze bank. Het betreft hier Credit Default Swaps in het meest liquide segment (op 5 jaar).

3. Methodologie

Om algemene conclusies te trekken met betrekking tot de relatie tussen regeringsvorming en spreads in België moeten we een idee hebben over hoe de spreads geëvolueerd zouden zijn zonder regeringsvorming. Dit kunnen we onmogelijk meten, maar we kunnen wel andere landen opnemen in de analyse, die dienst doen als een “counterfactual benchmark”. Aan de hand van een panel data analyse meten we de effecten van regeringsformaties in verschillende landen op hun respectievelijke spreads.

Onze afhankelijke variabele, hierna gewoon “spread” genoemd, werd gedefinieerd als het verschil van de interestvoet op overheidsobligaties met de vaste rente op interest rate swaps. We formuleren dit als volgt:

$$Spread_{i,t} = Obligatierente_{i,t} - IRS_{i,t}$$

Waarbij i het land in kwestie aanduidt en t een tijdsindex is die een dag aangeeft binnen de periode 2000-2014. We onderzoeken op welke wijze de spread beïnvloed wordt door regeringsformaties. Hiertoe schatten we een regressie met volgende specificatie⁸:

$$Spread_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 gov_{i,t} + \beta_2 crisis_t + \beta_3 gov_{i,t} * crisis_t + \beta_4 land_i + \varepsilon_{i,t}$$

De onafhankelijke variabele gov_t neemt de waarde 1 aan tijdens een regeringsformatie, $crisis_t$ heeft de waarde 1 tijdens een crisis en de interactieterm $gov_t * crisis_t$ heeft de waarde 1 indien er een regeringsformatie is tijdens een crisis. De variabele $land_i$ controleert voor het individuele effect van een land op zijn spread dat niet wijzigt over de tijd en dus niet beïnvloed wordt door de determinanten waarin we geïnteresseerd zijn. Landen met een hoge gemiddelde rente (bijvoorbeeld doordat ze een hoge schuldgraad hebben en het kredietrisico dus hoger ligt) hebben dan een positieve coëfficiënt β_4 . De interpretatie van de overige coëfficiënten is als volgt: β_0 meet de gemiddelde spread indien er geen regeringsvorming of crisis is en β_2 meet het effect van

⁸ We schatten deze vergelijking aan de hand van een “fixed effects” panel data analyse, met clustered standard errors.

een crisis wanneer er geen regeringsformatie is. We zijn echter geïnteresseerd in de parameters β_1 en β_3 , die onderstaande effecten meten:

β_1	Effect van een regeringsformatie op de spread in een periode zonder crisis.
$\beta_1 + \beta_3$	Effect van een regeringsformatie op de spread in tijden van crisis.

Merk op dat in een meer gedetailleerde analyse, waarbij op een expliciete manier ook rekening zou gehouden worden met veranderingen in schuld en begrotingssaldi (waarvoor echter geen dagelijkse data beschikbaar zijn) de geschatte effecten nog enigszins zouden kunnen wijzigen.⁹

⁹ Dit zal in verder onderzoek worden uitgewerkt.

4. Resultaten

Onderstaande tabel toont de resultaten van onze regressie-analyse.

<i>Afhankelijke variabele: de spread</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
gov	-0.025 (0.074)				
preelec		-0.096 (0.065)			-0.096 (0.064)
afterelec			-0.081 (0.073)		-0.082 (0.074)
prolgov				0.037 (0.134)	0.034 (0.133)
crisis	0.101 (0.104)	0.094 (0.097)	0.100 (0.099)	0.105 (0.104)	0.090 (0.102)
eubanked	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)
gov:crisis	0.082 (0.227)				
preelec:crisis		0.477** (0.237)			0.476** (0.230)
afterelec:crisis			0.277 (0.210)		0.275 (0.211)
prolgov:crisis				-0.047 (0.361)	-0.028 (0.357)
Constant	-0.325*** (0.046)	-0.324*** (0.044)	-0.325*** (0.045)	-0.327*** (0.046)	-0.323*** (0.045)
Observaties	53,517	53,517	53,517	53,517	53,517
R ²	0.179	0.180	0.179	0.179	0.180

Nota: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Uit analyses (1) tot (5) leiden we af dat het vormen van een nieuwe regering geen statistisch significant effect heeft op de rente die overheden moeten betalen op hun schuld. Zelfs wanneer we het effect van een regeringsformatie uitsplitsen in onderhandelingen met een “korte” en “lange” looptijd, vinden we geen significant effect van langdurige regeringsformaties. Tegen onze veronderstelling in, blijkt een crisisperiode het effect van regeringsformaties ook niet te versterken.

Deze resultaten zijn niet onlogisch gegeven onze dataset: enerzijds bekijken we ontwikkelde landen met democratische en stabiele regimes waarvoor het zogenaamde “politieke risico”

beperkt is; anderzijds duren regeringsformaties (met uitzondering van de Belgische) niet langer dan 6 maanden (cf. Figuur 1), waardoor we het effect van zeer lange formaties moeilijk kunnen vatten. Wat “lange” regeringsformaties betreft, bekijken we hier naast België bijvoorbeeld ook Nederland, Finland en Duitsland; landen met goede “fundamentals” wat betreft schuld en begrotingsdiscipline die bijgevolg minder snel in het vizier komen van de financiële markten. Dit toont nogmaals aan dat in ontwikkelde landen het begrotingstraject belangrijker is dan het al dan niet lang onderhandelen over een nieuwe regering.

Een interessant resultaat tenslotte is dat niet een lange regeringsformatie, maar het organiseren van verkiezingen op zich, afgestraft lijkt te worden tijdens een crisisperiode: in de aanloop naar de verkiezingen neemt de spread toe met 0.38 ($0.477-0.096$) procentpunten of 38 basispunten¹⁰. Zo'n stijging is te verklaren aangezien een regeringswissel de nodige onzekerheid omtrent het beleid met zich meebrengt, een effect dat sterker aanwezig is tijdens een crisis. Dit resultaat is ook in lijn met de literatuur die stelt dat spreads in de aanloop naar de verkiezingen, wanneer de onzekerheid onder investeerders omtrent het toekomstig beleid toeneemt, stijgen, om vervolgens, wanneer de resultaten bekend zijn tijdens de regeringsformatie, terug te dalen (cf. o.a. Block en Vaaler (2004) en McMenemy et al. (2013)).

5. Het Geval België

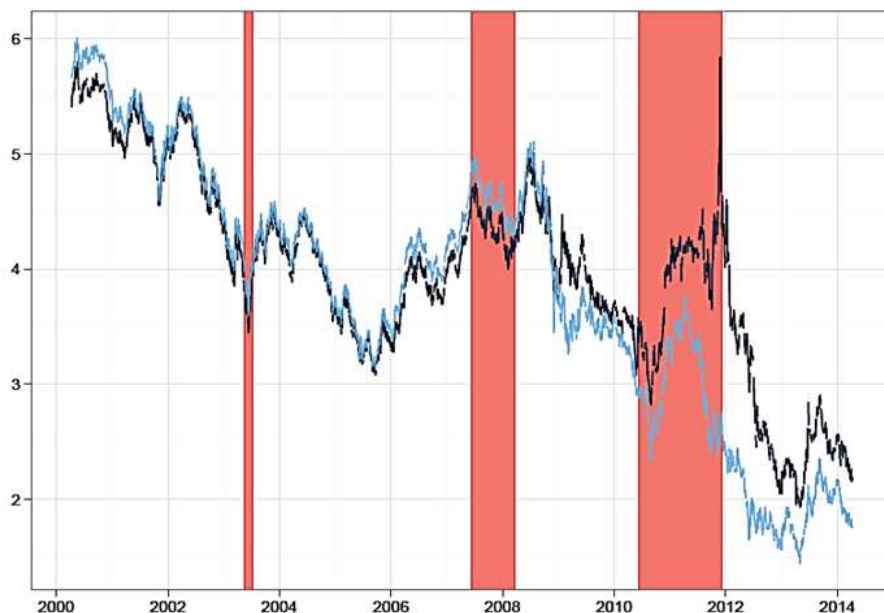
In bovenstaande analyse maakten we een onderscheid tussen korte en lange regeringsonderhandelingen, waarbij we landen onderverdeelden in slechts twee groepen (minder versus meer dan 30 dagen regeringsformatie, zijnde de mediaan). Dit laat ons echter niet toe om inzicht te krijgen in het effect van zeer lange regeringsonderhandelingen zoals we die in België hebben gekend. We willen nochtans ook onderzoeken of er bijvoorbeeld een effect is van 500 dagen regeringsvorming t.o.v. 400 dagen. Tot hoeveel dagen regeringsvorming blijft men gespaard van het rente-verhogend effect en groeit de rente hierna gestaag of explosief? Een dergelijke oefening is niet eenvoudig vermits er weinig tot geen andere landen bestaan met

¹⁰ Met basispunten duidt men honderdsten van een procent aan; 1 procentpunt komt overeen met 100 basispunten.

vergelijkbaar lange regeringsonderhandelingen zoals in België. In deze paragraaf zoemen we daarom in op het speciale geval België door een eenvoudige tijdreeks-analyse te maken.

In onderstaande figuur observeren we de rente op de 10-jaarlijkse Belgische overheidsobligaties (zwarte lijn) en de interest rate swap rente (blauwe lijn). De verticale afstand tussen de zwarte en de blauwe curves is dan de spread.

Figuur 2: Interestvoet op overheidsobligaties (zwart), interest rate swap rentes (blauw) en regeringsformaties (rood)



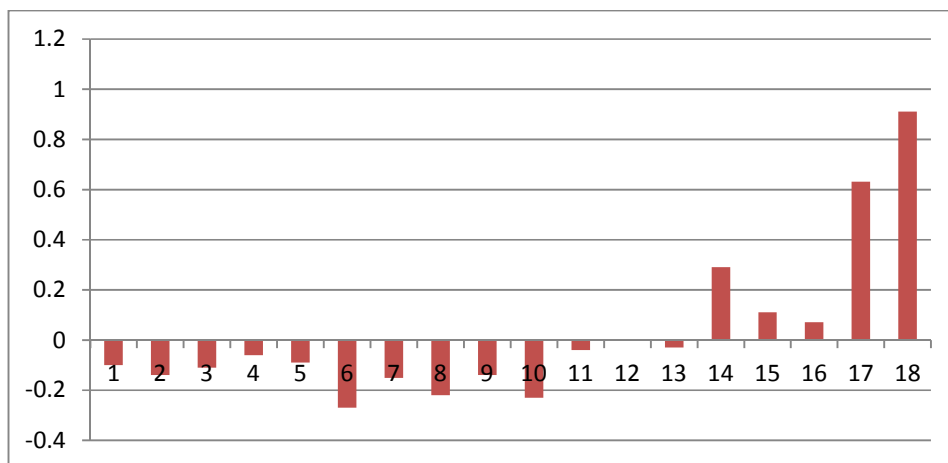
Figuur 2 geeft een eerste indruk van de relatie tussen regeringsformaties (weergegeven door de rode balken) en spreads op de Belgische schuld. Tijdens de regeringsformatie 2010-2011 nam de spread duidelijk toe. Hieraan lagen echter verschillende factoren ten grondslag. In de eerste plaats de algemene malaise tijdens de Eurocrisis, maar ook specifieke Belgische factoren speelden hun rol. In zijn rapport van eind 2011 noemt ratingbureau Standard&Poor's de volgende redenen waarom de Belgische kredietrating op 25 november 2011 verlaagd werd (wat bijgevolg ook redenen zijn van stijgende spreads):

1. Het risico dat de Belgische financiële sector nog meer overheidssteun zou nodig hebben

2. Het eventuele effect hiervan op de Belgische schuld en inspanningen om de schuld terug te dringen
3. De aanslepende regeringsformatie houdt risico's in omdat de regering van lopende zaken niet bij machte is om dringende budgettaire en structurele hervormingen door te voeren
4. De verwachte verlaagde economische groei zal problemen geven met betrekking tot budgettaire consolidatie

De resultaten van de tijdreeksanalyse, waarbij we de regeringsformaties van België opdelen in maandelijkse categorische variabelen, die de waarde 1 aannemen in de eerste, tweede, derde, ... maand van een regeringsvorming, worden visueel voorgesteld in Figuur 3. Het rente-verhogend effect van een regeringsformatie tijdens een crisisperiode is slechts positief vanaf de veertiende maand regeringsonderhandelingen (augustus 2011). In de laatste maand van de formatie liep het effect op tot 0.91 procentpunten. Dit effect dient echter gekaderd te worden in de specifieke situatie tijdens het najaar van 2011, gekenmerkt door een toegenomen bankenrisico en verhoging van de overheidsschuld (nationalisering van Dexia bank) en een ratingverlaging van Standard&Poor's in november, die slechts deels het effect was van het feit dat de regering geen herstelbeleid kon voeren door de aanslepende regeringsonderhandelingen. Een toename van 0.91 procentpunten blijft al bij al vrij beperkt.

Figuur 3: Impact lange regeringsvorming in crisistijd in procentpunten (tot 18 maanden)



6. Besluit

Deze voorlopige analyse geeft een eerste indicatie met betrekking tot de impact van verkiezingen en in het bijzonder de duurtijd van regeringsvorming op de interestspread van landen, waarbij we verschillende controlegroepen gebruiken en in de mate van het mogelijke rekening gehouden hebben met factoren die de globale financiële markten beïnvloeden. Op basis van een panel data analyse van 19 landen over de periode 2000-2014 vinden we geen statistisch significant effect van (lange) regeringsonderhandelingen, zelfs niet tijdens een crisisperiode. In crisistijd vinden we wel een beperkt effect in de aanloop naar de verkiezingen: tijdens de maand vóór de verkiezingen neemt de spread toe met 0.38 procentpunten, wat verklaard kan worden door een toename van de onzekerheid met betrekking tot de verkiezingsuitslag en het toekomstige beleid.

We concluderen dat regeringsformaties weinig tot geen effect hebben op rentevoeten op overheidsschuld, maar benadrukken dat dit geen pleidooi is om een eventuele politieke impasse na de komende verkiezingen lange tijd te laten aanslepen, aangezien een beleidsstilstand andere kosten met zich mee kan brengen. Vertrekkende van de huidige historisch lage rente op Belgische schuld van ongeveer 2% zijn waarschuwingen die stellen dat de rente opnieuw zou opklimmen tot 6% onrealistisch. Aangezien financiële markten daarentegen wel zeer gevoelig zijn voor onheilsberichten en angstpsychose, dient men erover te waken dat doemscenario's geen "self-fulfilling prophecy" worden.

7. Referenties

Afonso, A. en Strauch, R. (2004), “Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU”, ECB Working Paper Series, No.303.

Alper, C.E., Forni, L. en Gerard, M. (2012), “Pricing of Sovereign Credit Risk: Evidence from Advanced Economies During the Financial Crisis”, IMF Working Paper 12/24.

Bechtel, M. en Füss, R. (2008), “When Investors Enjoy Less Policy Risk: Divided Government, Economic Policy Change, and Stock Market Volatility in Germany, 1970-2005”, Swiss Political Science Review, 14(2):287-314.

Block, S. en Vaaler, P. (2004), “The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries”, Journal of International Money and Finance, 23(2004) 917-946.

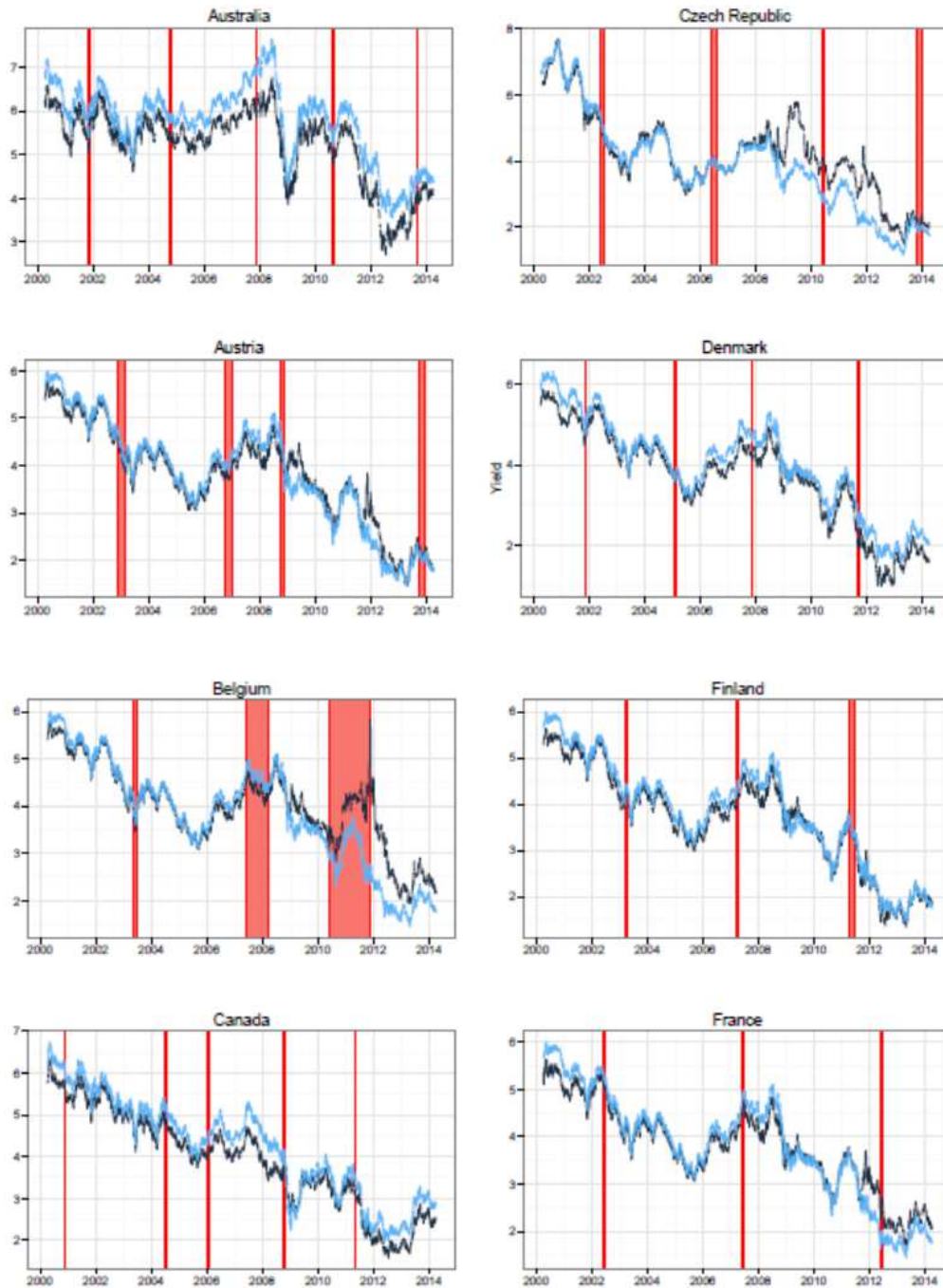
McMenamin, I., Breen, M. en Muñoz-Portillo, J. (2013), “Elections and Sovereign Debt in Advanced Economies”, Working Papers in International Studies, Centre for International Studies, Dublin City University.

Standard&Poor's (2011), “Ratings On Belgium Lowered To ‘AA’ on Financial Sector Risks To Public Finances; Outlook Negative”, Research Update November 25, 2011.

8. Bijlagen

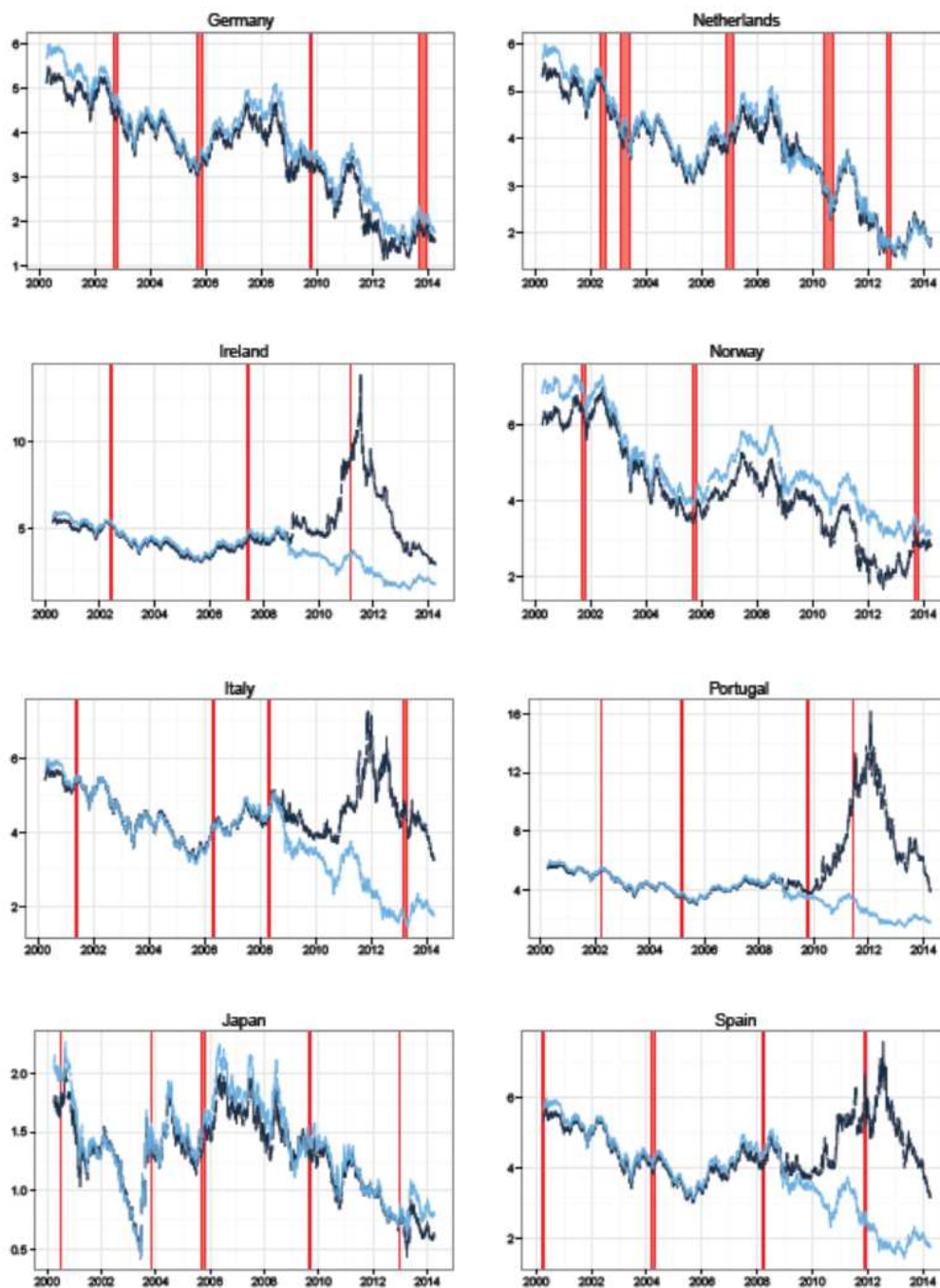
Bijlage 1: Overzicht van spreads en regeringsformaties

Interestvoet overheidsobligaties (Zwart) en Interest Rate Swap (Blauw)



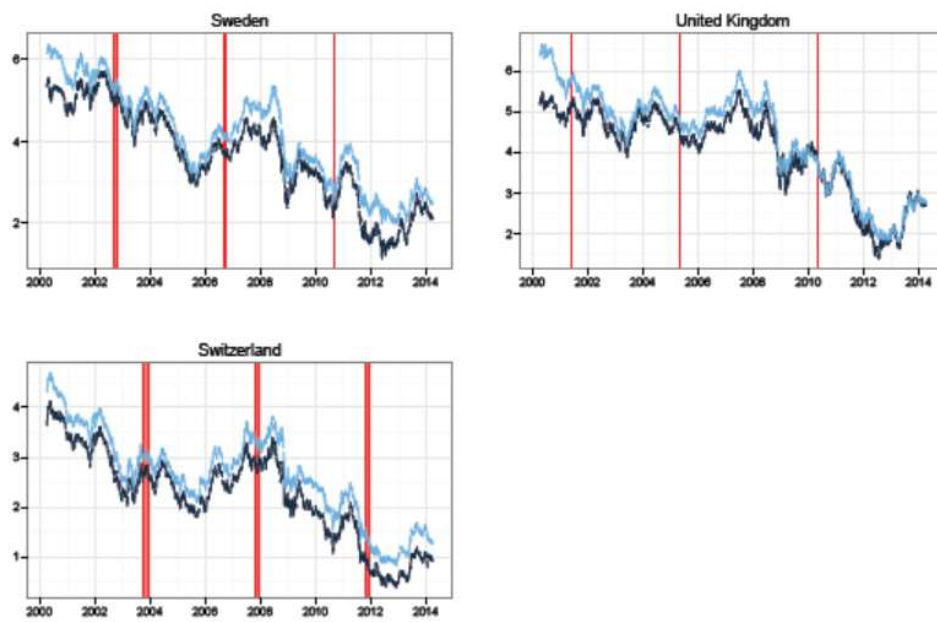
Note: Regeringsformatie in rood

Interestvoet overheidsobligaties (Zwart) en Interest Rate Swap (Blauw)



Note: Regeringsformatie in rood

Interestvoet overheidsobligaties (Zwart) en Interest Rate Swap (Blauw)



Note: Regeringsformatie in rood

**Bijlage 2: Overzicht data rente op overheidsobligaties en interest rate swaps
(Datastream reeksen)**

country	10 year bond	interest rate swap
Australia	AUBRYLD	6M IRS 10Y AUD
Austria	OEBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Belgium	BGBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Canada	CNBRYLD	3M IRS 10Y CAD
Czech Republic	CZBRYLD	6M IRS 10Y CZK
Denmark	DKBRYLD	6M IRS 10Y DEK
Finland	FNBRYLD	3M IRS 10Y EUR
France	FRBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Germany	BDBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Ireland	IRBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Italy	ITBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Japan	JPBRYLD	6M IRS 10Y JPY
the Netherlands	NLBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Norway	NWBRYLD	6M IRS 10Y NOK
Portugal	PTBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Spain	ESBRYLD	3M IRS 10Y EUR
Sweden	SDBRYLD	3M IRS 10Y SEK
Switzerland	SWBRYLD	6M IRS 10Y CHF
the United Kingdom	UKMBRYD	6M IRS 10Y GBP