

Wat zal er gebeuren als de rente stijgt ?

J. Boeckx
M. de Sola Perea
M. Deroose
G. de Walque
Th. Lejeune
Ch. Van Nieuwenhuyze^(*)

Inleiding

De beleidsrentes van het Eurosysteem zijn nog steeds historisch laag, met negatieve korte marktrenten tot gevolg. Toch zijn er aanwijzingen dat het tijdperk van de recordlage rentes zijn einde nadert.

In de Verenigde Staten, bijvoorbeeld, is de Federal Reserve haar rentetarieven reeds enige tijd aan het normaliseren, terwijl de verkiezing, in het najaar van 2016, van Donald Trump als president van de Verenigde Staten de Amerikaanse lange rente een verdere duw in de rug gaf.

Ook in het eurogebied noteren de lange rentes niet meer rond hun recordlaagtes van 2016. Bovendien deelde de Raad van Bestuur van de ECB na de monetairbeleidsvergadering van juni 2018 mee er in toenemende mate op te vertrouwen dat de positieve economische resultaten zich ook in hogere inflatiecijfers zullen vertalen: de Raad communiceerde dan ook dat, indien die verwachting wordt bewaarheid, de normalisering van het monetair beleid vanaf het najaar van 2018 zal starten. Van een heel andere aard was de stijging die de Italiaanse rente in het voorjaar van 2018 liet optekenen: toenemende ongerustheid over het engagement van de nieuwe Italiaanse regering ten aanzien van de euro deed de Italiaanse risicopremies stijgen, waardoor het renteverskil met de andere Europese landen vergrootte.

Tegen die achtergrond geeft dit artikel een overzicht van de mogelijke gevolgen van stijgende rentes voor de economie van het eurogebied en, meer specifiek, voor de Belgische economie. Die vraag wordt benaderd vanuit een macro-economisch perspectief: daarbij wordt gefocust op de niet-financiële sectoren, hoewel ook de financiële sector, als doorgeefluik van de rentevoorzwaarden aan de overige sectoren, wordt besproken.

Om te beginnen, wordt er in het eerste hoofdstuk aan herinnerd hoe de situatie van recordlage en zelfs negatieve rentes tot stand is gekomen. Daarbij wordt verwezen naar de belangrijkste conclusies van De Backer en Wauters (2017): structurele factoren hebben de afgelopen decennia de spaarneiging doen stijgen en de investeringsneiging doen afnemen, zodat de evenwichtsrente aanzienlijk is gedaald. Na de grote recessie werden de centrale banken daarenboven verplicht de rentes nog verder te verlagen teneinde de macro-economische stabiliteit te vrijwaren. Nu het cyclisch herstel zich voortzet, zijn verscheidene centrale banken hun beleid beginnen te normaliseren.

^(*) De auteurs danken S. Clesse, B. De Backer, S. Van Parys, B. Van Tendeloo en J-C. Wijnandts voor hun bijdragen en opmerkingen.

In het tweede hoofdstuk worden vervolgens twee aspecten verduidelijkt die gepaard gaan met de normalisering van het monetair beleid. Ten eerste wordt onderzocht wat de verwachte macro-economische impact ervan is. Om de macro-economische gevolgen van stijgende rentes beter te begrijpen, wordt een beroep gedaan op een door de NBB ontwikkeld structureel macro-economisch model voor het eurogebied. Een rentestijging hoeft niet noodzakelijk negatief te zijn voor de macro-economie: wordt een rentestijging gedreven door betere vraagvooruitzichten, dan is ze zelfs wenselijk. Dat is niet het geval als de hogere rente het gevolg is van restrictieve monetairbeleidsschokken of van negatieve aanbodschokken.

Ten tweede wordt onderzocht hoe de normalisering van de beleidsrentes zal interageren met de omvangrijke portefeuille overheidspapier die door de centrale banken wordt aangehouden. De beleidsrente is op dit ogenblik slechts één instrument van het monetair beleid: ook activa-aankopen zijn een belangrijk instrument om de monetairbeleidskoers te sturen. Er wordt aangetoond hoe de korte rente sneller kan worden genormaliseerd dankzij de neerwaartse impact, op de lange rente, van het overheidspapier op de balans van de centrale banken. Met dat verschijnsel moet ook rekening worden gehouden om de helling van de rendementscurve te interpreteren als een indicator van het risico op recessie.

Na die macro-economische beschouwingen rond de stijgende rente, worden in het derde hoofdstuk de sectorspecifieke implicaties beschreven. In tegenstelling tot de modelgebaseerde analyses in de eerste twee hoofdstukken, berust de analyse hier op meer beschrijvende statistieken.

De overheid heeft haar rentelasten sterk zien teruglopen dankzij de zeer lage rentes op de overheidsschuld. Bovendien hebben heel wat overheden de kans gegrepen om de looptijd van hun schulden te verlengen, wat zorgt voor een zekere buffer tegen de stijgende rente. Wat de toekomst betreft, is het positieve verschil tussen de nominale groei en de nominale rentes blijkbaar ongekend gunstig voor de afbouw van de overheidsschulden, behalve in Italië. Vanwege haar programma's voor de aankoop van activa is de centrale bank, van haar kant, sterk blootgesteld aan de financiële risico's verbonden aan de stijgende rentes: ook de interpretatie en de gevolgen daarvan worden besproken.

Wat de private sector betreft, valt op dat de Belgische huishoudens vrijwel evenveel rentelasten zijn blijven betalen: de lagere rentes zijn gepaard gegaan met stijgende schulden. Net als voor de Belgische overheid, zou een groot aandeel van rentevaste leningen de impact van de stijgende rentes op de Belgische huishoudens moeten helpen beperken. De 'debt service ratio' (DSR), die de afbetalingslasten weergeeft, is in deze analyse een cruciale variabele. Hoewel de DSR van de Belgische huishoudens reeds relatief hoog is, blijkt uit simulaties dat een stijgende rente die DSR slechts licht zou doen toenemen. In het geval van de ondernemingen zijn de risico's op een zwakke aflossingscapaciteit veeleer gering. Tevens kan een verkrapping van het monetair beleid op middellange termijn heilzaam zijn voor de DSR, dit dankzij een daling van de schuldgraad.

Het hoofdstuk over de sectorspecifieke impact wordt afgesloten met een open vraag die relevant is voor de Belgische huishoudens die aanzienlijke spaartegoeden bij de banken aanhouden: hoe zullen de vergoedingen op deposito's evolueren zodra de marktrenten beginnen te stijgen? In de Verenigde Staten is het opmerkelijk dat de rentes op deposito's vrijwel niet hebben gereageerd op de stijgende beleidsrentes van de Fed. Dit zou er kunnen op wijzen dat banken op die manier hun winstgevendheid trachten te verbeteren. Andere factoren, bijvoorbeeld een groter gemak voor de huishoudens om deposito's te verschuiven of in andere beleggingen om te zetten, kunnen de banken echter onder druk zetten om de hogere marktrenten ook in hun vergoedingen te reflecteren.

Het laatste hoofdstuk bevat de conclusies.

1. De beter draaiende economie vertaalt zich in hogere rentes

1.1 Structurele factoren verklaren in hoge mate het huidig laag rentepeil...

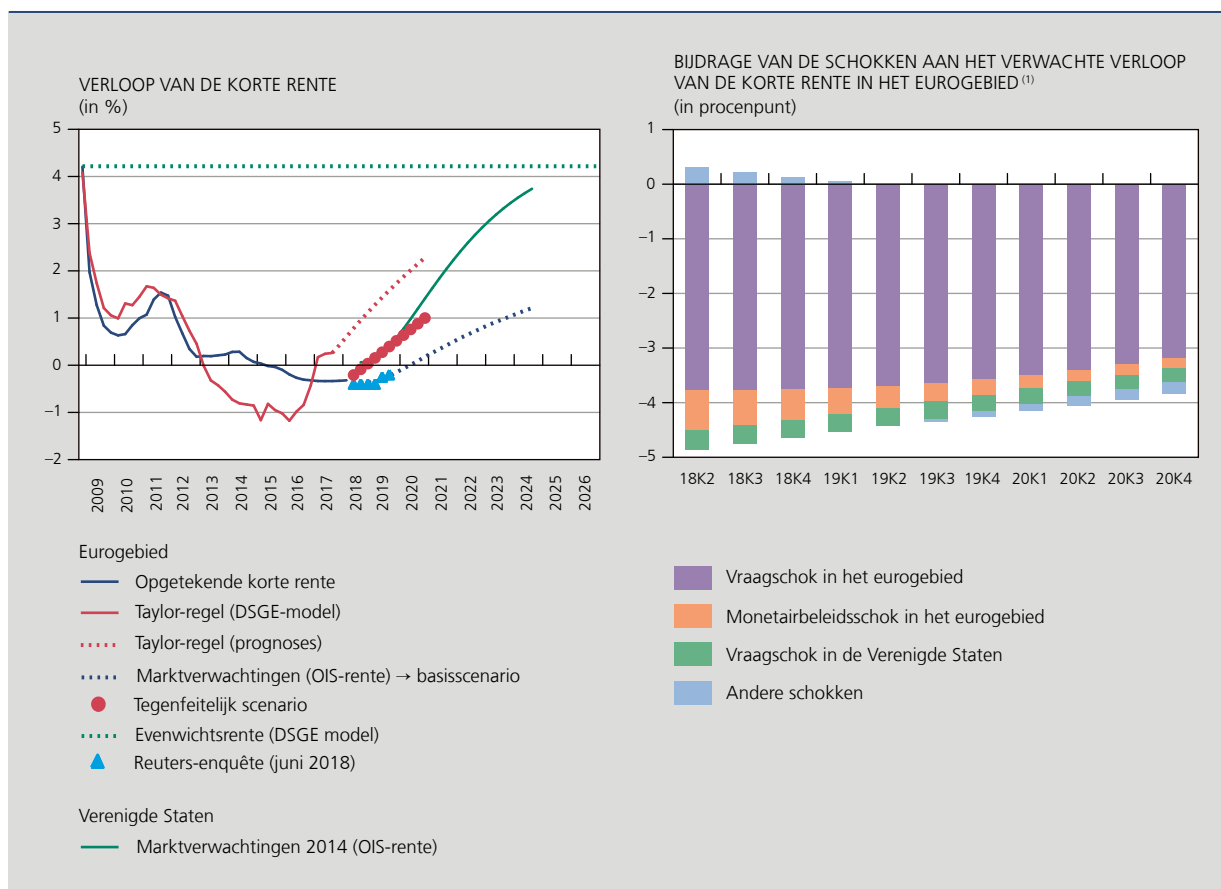
De rentetarieven zijn de afgelopen jaren tot een historisch laag peil gezakt als gevolg van zowel structurele als cyclische factoren.

Verscheidene mondiale structurele factoren hebben bijgedragen aan een toename van het spaaraanbod en aan een vermindering van de investeringsvraag. Als gevolg liep de rente reeds meerdere decennia trendmatig terug. Zoals in De Backer en Wauters (2017) wordt uitgelegd, hebben sommige demografische (stijging van de levensverwachting en van de bevolking op arbeidsleeftijd) en sociale tendensen (meer ongelijkheid) de toename van de besparingen ondersteund. Bovendien wordt er in de opkomende economieën veel meer gespaard sinds de Aziatische crisis van 1997-1998. Tegelijkertijd is de investeringsvraag tijdens de laatste decennia teruggelopen door, onder meer, de vertraging van de productiviteit en de daling van de potentiële groei in de geavanceerde economieën. Die gezamenlijke invloed van factoren heeft een spaaroverschot teweeggebracht dat de rentetarieven jarenlang geleidelijk heeft gedrukt.

1.2 ... maar de conjunctuurverbetering maakt een geleidelijke normalisering van het rentepeil mogelijk

Naast structurele factoren hebben ook cyclische factoren een rol gespeeld in de lagerenteomgeving. Sinds 2008 heeft de impact van de financiële en economische crisis op de economie, en met name op de inflatie, de centrale banken ertoe

GRAFIEK 1 RENTEVERLOOP EN ONDERLIGGENDE SCHOKKEN



Bron: NBB, eigen berekeningen op basis van het model van de Walque *et al.* (2017).

(1) Verschil tussen de verwachte marktrente (basisscenario) en de evenwichtsrente.

genoopt hun beleidsrentes te verlagen teneinde de economie te stimuleren. In het eurogebied zakte de beleidsrente van de ECB vanaf 2009 onder haar evenwichtswaarde op lange termijn⁽¹⁾, zoals die wordt geraamd aan de hand van het intertemporeel en stochastisch algemeen evenwichtsmodel (DSGE) van de NBB (zie Kader 1). Tot in 2013 bleef het verloop van die rente in overeenstemming met de door dat model geraamde Taylor-regel⁽²⁾. Van 2013 tot 2017 lag de rente die zou zijn opgetekend bij een strikte toepassing van de Taylor-regel, lager dan de voor die periode werkelijk genoteerde rente, wat erop wijst dat het conventioneel monetair beleid op een ondergrens stootte.

Sinds 2017 ligt de met de Taylor-regel overeenstemmende rente daarentegen opnieuw boven de waargenomen driemaands rente. Daaruit blijkt dat het economisch herstel de centrale banken in staat zou kunnen stellen hun stimuli gedeeltelijk in te trekken en het normaliseren van de rente aan te vatten. Momenteel wordt in het eurogebied echter nog steeds een zeer geleidelijke normalisering verwacht vanwege de trage convergentie van de inflatie naar de doelstelling van de ECB. De renteverwachtingen zoals die zijn afgeleid uit de OIS-termijnrente en uit de Reuters-enquête, wijzen erop dat de markten voor de komende jaren uitgaan van een zeer trage stijging van de korte rente. Dat staat in contrast met het rentepad dat in de Verenigde Staten werd verwacht toen de markten anticipeerden op de exit uit het accommoderend monetair beleid (de in april 2014 opgetekende verwachtingen zijn ter indicatie weergegeven in grafiek 1), vóór het einde van de netto activa-aankopen. De markten voorzagen toen een veel snellere rentestijging dan thans in het eurogebied het geval blijkt. Het verschil tussen die renteverwachtingen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan is toe te schrijven aan het feit dat de groei- en inflatievooruitzichten in de Verenigde Staten op dat ogenblik hoger waren dan de huidige prognoses in het eurogebied.

De historische uitsplitsing, aan de hand van het voornoemde DSGE-model, van de door de markten verwachte geleidelijke rentenormalisering geeft weer hoe dat model de aard interpreteert van de cyclische factoren die deze verwachtingen kunnen verklaren. Volgens het model zou de verwachte geleidelijke stijging van de korte rente naar haar evenwichtspeil voortvloeien uit het geleidelijk verdwijnen van de neerwaartse druk op de vraag in het eurogebied en, in mindere mate, in de Verenigde Staten. De aarzelande toename van de verwachte korte rente vloeit derhalve voort uit de endogene reactie van het monetair beleid op die vraagschokken. De bijdrage van de monetairbeleidsschokken, die de niet-systematische reactie van het monetair beleid weerspiegelen (zie Kader 1), is relatief minder belangrijk en wordt mettertijd ook kleiner. Die interpretatie strookt met het historisch belang van de schokken van het conventioneel monetair beleid: ze verklaren slechts voor een klein deel (7 %) de verandering in de korte rente over de periode van 1995 tot 2012. Daarentegen levert de endogene reactie van het monetair beleid op de andere schokken in de economie, via de geraamde Taylor-regel, een grote bijdrage aan de renteschommelingen. Zo wordt de bijdrage van de vraagschokken aan de schommelingen van de korte rente over diezelfde periode op bijna 60 % geraamd.

(1) De evenwichtsrente, die voor het eurogebied op ongeveer 4 % wordt geraamd, moet omzichtig worden geïnterpreteerd. Het voor die raming gebruikte model is voornamelijk bedoeld om de conjunctuurschommelingen van de economische variabelen te modelleren. Het houdt dus weinig rekening met de in het voorgaande punt beschreven structurele factoren, die de evenwichtsrente van de economie beïnvloeden.

(2) De Taylor-regel, voorgesteld door Taylor (1993), meet de empirische relatie tussen de korte rente en de ontwikkelingen van de inflatie en de economische groei.

Kader 1 – Het DSGE-model van de NBB

In hun working paper hebben de Walque *et al.* (2017) een instrument uitgewerkt dat de cyclische schommelingen van de geaggregeerde economie van het eurogebied en van de Verenigde Staten modelleert. Het model is opgebouwd en geraamd op basis van de literatuur over de intertemporele en stochastische algemene evenwichtsmodellen (Engelse afkorting 'DSGE' – *Dynamic Stochastic General Equilibrium*), waarop de moderne macro-economie berust.

De evenwichtsvergelijkingen van het model omvatten een Taylor-regel die aangeeft hoe het conventioneel monetair beleid wordt gevoerd. Volgens de in het model toegepaste Taylor-regel bepaalt het monetair beleid de korte rente r_t ten opzichte van de evenwichtsrente r^* als reactie op de waargenomen ontwikkelingen van de inflatie π_t , alsook van het peil en de groei van de output gap \tilde{y}_t in de monetaire unie.

$$r_t = r^* + \rho(r_{t-1} - r^*) + (1 - \rho)\theta_\pi \pi_t + (1 - \rho)\theta_{\tilde{y}} \tilde{y}_t + \theta_{\Delta \tilde{y}} \Delta \tilde{y}_t + \varepsilon_t$$



De coëfficiënt ρ houdt rekening met de geleidelijke aanpassing van de korte rente, terwijl de term ε_t geïnterpreteerd kan worden als een monetairbeleidsschok. Die schok weerspiegelt de niet-systematische reactie van het monetair beleid. In het model gaan de economische subjecten ervan uit dat het monetair beleid de Taylor-regel volgt. Iedere afwijking van die regel is een 'verrassing' ten opzichte van de verwachtingen van de subjecten, en wordt weerspiegeld door de monetairbeleidsschok. In de praktijk kan die verrassing vrijwillig door de monetairbeleidsmakers worden toegevoegd, bijvoorbeeld omdat ze over meer informatie beschikken⁽¹⁾ over de economische ontwikkelingen en/of omdat ze andere verwachtingen hebben dan de markten, of nog, omdat ze de verwachtingen van de subjecten willen veranderen (bijvoorbeeld het desinflatiebeleid aan het begin van de jaren tachtig).

Naast de monetairbeleidsschok omvat het model tevens een hele reeks andere exogene variabelen. Tot de belangrijkste behoren de vraag- en aanbodschokken en de schokken van buiten het eurogebied. Vraagschokken doen de groei en de inflatie in dezelfde richting bewegen. In het model zijn dat schokken die de voorkeuren van de consumenten en de investeerders beïnvloeden, en de consumptie en de investeringen rechtstreeks zullen doen veranderen. In de praktijk kunnen ze bijvoorbeeld overeenstemmen met een gewijzigd vertrouwen van de subjecten in de economie. Zo zal in een periode van onzekerheid een negatieve schok zich doorgaans vertalen in een daling van de consumptie, een stijging van de spaarmiddelen en een uitstel van de investeringen tot economisch gunstiger periodes. Een dergelijke schok kan ook een verstoring van de financiële intermediatie behelzen, die het vinden van krediet bemoeilijkt en de consumptie en de investeringen negatief beïnvloedt. Hij kan bovendien worden teweeggebracht door schuldafbouw in de private sector, waardoor de consumptie en de investeringen zouden worden afgeremd.

Aanbodschokken zijn typisch schokken die output en inflatie in tegenovergestelde richting sturen. Een van de meest courante voorbeelden is een schok op de totale factorproductiviteit. Een technologische innovatie die de productiviteit van de productiefactoren verhoogt, stelt de bedrijven in staat evenveel of meer te produceren tegen lagere kosten. Die schok leidt derhalve tot een toename van de productie en een daling van de prijzen.

De buitenlandse schokken, ten slotte, omvatten een ruime categorie van schokken die hun oorsprong vinden buiten het eurogebied. Dat kunnen aanbodschokken, vraagschokken of monetairbeleidsschokken in het buitenland zijn. Die schokken beïnvloeden de economie van het eurogebied indirect via de internationale handel. Een voorbeeld daarvan is een technologische innovatie die de productieve sector buiten het eurogebied dynamischer maakt, de prijzen van buitenlandse goederen doet dalen en de Europese vraag naar die goederen doet toenemen. Algemeen beschouwd, is elke buitenlandse schok die de vraag naar Europese goederen wijzigt, hetzij direct, hetzij indirect via de relatieve prijzen, een buitenlandse schok. Zo beïnvloedt een onverwachte aanpassing van het monetair beleid van de Federal Reserve niet alleen de Amerikaanse economie, maar ook de bilaterale wisselkoers en op die manier werkt ze door in de Europese economie.

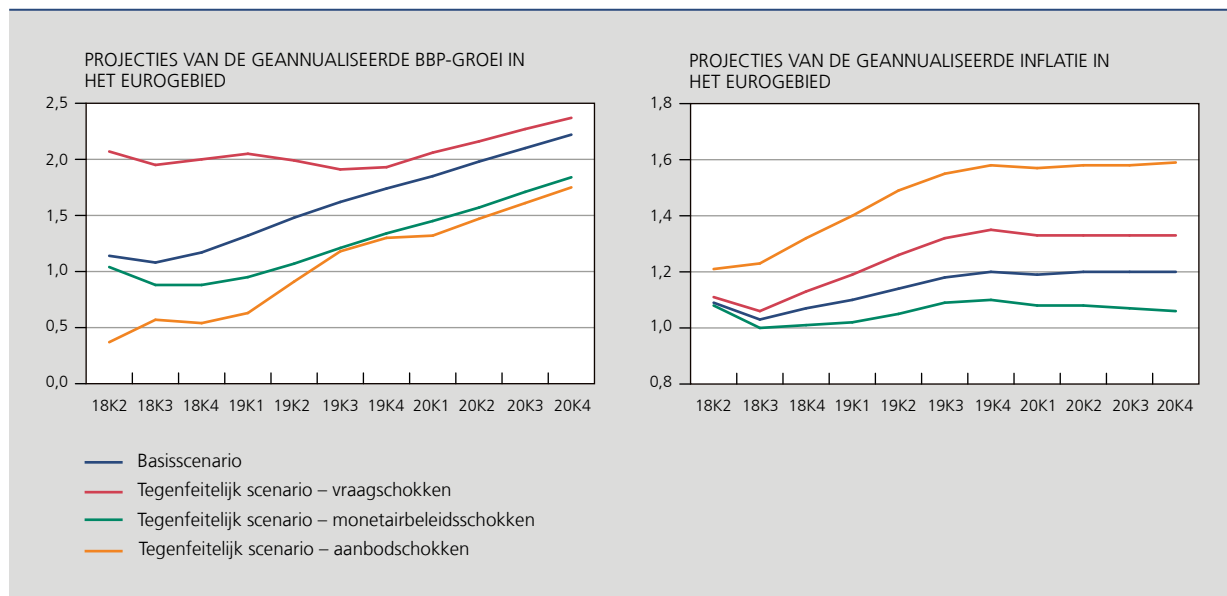
In dit artikel wordt het DSGE-model met twee landen gebruikt om een basisscenario van een rentenormalisering en een tegenfeitelijk scenario te simuleren en met elkaar te vergelijken (zie hoofdstuk 2 voor de resultaten). Die simulaties berusten op een voorwaardelijke voorspelling, waarbij het model wordt opgelegd een specifiek toekomstig pad van de korte rente weer te geven. In het basisscenario wordt de prognose van het model bepaald door de renteverwachtingen van de markt. Om te voldoen aan deze voorwaarde, die overeenstemt met een rente die zich onder de evenwichtsrente bevindt, wordt in het model een statistische filter gehanteerd, namelijk de Kalman-filter, teneinde na te gaan welke schokken moeten worden teweeggebracht om het beoogde rentepad te bereiken. Het resultaat van die verdeling van de schokken wordt weergegeven in het rechterpaneel van grafiek 1. Voor het tegenfeitelijk scenario wordt in het model uitgegaan van de uitsplitsing van de schokken van het basisscenario, en worden er afwisselend vraagschokken, monetairbeleidsschokken of aanbodschokken in het eurogebied aan toegevoegd teneinde een scenario te verkrijgen waarin de rente sneller stijgt dan in het basisscenario.

(1) Hoewel de beslissingen genomen worden op basis van geavanceerde indicatoren en van vooruitzichten inzake de inflatie en de economische bedrijvigheid, moet echter rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat toekomstige economische schokken soms slecht worden ingeschat op het ogenblik dat de beleidsrente wordt vastgesteld. Dat kan eventueel ook tot uiting komen in de monetairbeleidsschok.

2. Normaliseringen van het monetair beleid zijn niet altijd identiek

2.1 De macro-economische impact van de normalisering hangt af van de factoren die aan de rentestijging ten grondslag liggen

GRAFIEK 2 RESULTATEN VAN HET DSGE-MODEL VAN DE NBB
(in %)



Bron: eigen berekeningen op basis van het model van de Walque et al. (2017).

Moeten we ons zorgen maken over de macro-economische gevolgen van een rentestijging? Aan de hand van grondige simulaties met het DSGE-model kan worden nagegaan wat de macro-economische impact is van een sterker dan verwachte stijging van de korte rente. De hierboven toegelichte marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige verloop van de korte rente in het eurogebied vormen het basisscenario van die simulaties. In het tegenfeitelijk scenario wordt een snellere toename van de korte rente naar haar evenwichtspil vooropgesteld (in het rood weergegeven in het linkerpaneel van grafiek 1). Dat tegenfeitelijk scenario wordt op drie verschillende manieren gegenereerd door de voor die versnelde convergentie verantwoordelijke factoren, om beurten te wijzigen.

In de eerste simulatie werd de neerwaartse druk waaraan de vraag van de economie in het eurogebied onderhevig is, afgebouwd om het tegenfeitelijk renteverloop te verkrijgen. De vermindering van die schokken weerspiegelt een groter vertrouwen van de economische subjecten in de economie, zodat ze meer consumeren en investeren. Deze vraagschokken, die minder negatief zijn dan in het basisscenario, vereisen een minder accommoderend monetair beleid, en maken aldus een sterkere toename van de rente mogelijk. Dankzij de minder negatieve vraagschokken, laat de economie van het eurogebied een hogere groei en inflatie optekenen dan in het basisscenario. Uit deze eerste tegenfeitelijke simulatie blijkt dat een snellere normalisering van de rente niet noodzakelijk gepaard gaat met negatieve macro-economische effecten, op voorwaarde dat ze er komt doordat factoren die de vraag negatief beïnvloeden, sneller verdwijnen.

In een tweede simulatie wordt ervan uitgegaan dat de versnelde stijging van de korte rente voortvloeit uit monetairbeleidsschokken. In het model komt dit erop neer dat de monetairbeleidsmakers de markt verrassen door de beleidsrente sneller op te trekken. Dit scenario stemt derhalve overeen met een monetair beleid dat restrictiever is dan wat door de economische fundamentals wordt vereist, en gaat gepaard met negatieve effecten op de groei en de inflatie.

Het derde tegenfeitelijk scenario, ten slotte, betreft de situatie waarin de snellere stijging van de korte rente toe te schrijven is aan schokken die de aanbodzijde van de economie beïnvloeden. Het gaat daarbij meer bepaald om schokken die de productiecapaciteit van de economie bruusk terugdringen, bijvoorbeeld een onverwachte daling van de totale factorproductiviteit. Dergelijke negatieve productiviteitsschokken zorgen voor een geringere economische groei dan in het basisscenario. Ze verhogen tevens het algemeen prijspeil, waardoor ze een reactie van het monetair beleid uitlokken. Bij dit soort van schok moet de centrale bank een compromis sluiten tussen, enerzijds, de stabilisatie van de economische bedrijvigheid rond haar potentiële niveau en, anderzijds, de inflatiedoelstelling van het monetair beleid. Volgens de geraamde Taylor-regel mondt dat compromis uit in een snellere toename van de korte rente teneinde die inflatoire spanningen tegen te gaan.

Al met al wijst de tegenfeitelijke analyse erop dat de macro-economische gevolgen van een rentestijging niet noodzakelijk negatief zijn. Ze hangen in hoge mate af van de inherente oorzaak van de stijgende rente. Is die stijging het gevolg van het sneller dan verwacht wegwerken van de neerwaartse druk op de vraag, dan gaat ze gepaard met een krachtiger groei en een hogere inflatie. Vloeit ze voort uit een restrictiever dan verwacht monetair beleid, dan zal ze negatieve effecten sorteren, zowel aan de reële als aan de nominale zijde van de economie. Is ze ten slotte het gevolg van de reactie van het monetair beleid op negatieve aanbodschokken, dan zal ze gepaard gaan met een lager dan verwachte groei en een hoger dan verwachte inflatie.

2.2 De normalisering van de rente interageert met de herbeleggingen van de in het kader van het aankoopprogramma aangekochte activa

In het gebruikte model is de korte rente het enig monetairbeleidsinstrument. Het verloop van de beleidsrentes (en de verwachtingen daaromtrent) is echter slechts één onderdeel van het huidig monetair beleid in het eurogebied: ook de balans van de centrale bank is een essentieel monetairbeleidsinstrument geworden. Zoals aangekondigd door de ECB, zal het monetair beleid in het eurogebied in eerste instantie worden genormaliseerd door stopzetting van het niet-conventioneel beleid (met name de netto activa-aankopen). Gelet op de gerealiseerde vooruitgang inzake de aanpassing richting het inflatie-objectief, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in juni 2018 meegedeeld dat het programma voor de nettoaankopen tegen eind 2018 zou kunnen worden stopgezet, op voorwaarde dat de inflatie volgens de verwachtingen blijft evolueren. De onderliggende sterkte van de economie van het eurogebied en de ruime mate van monetaire accommodatie wekken vertrouwen in de aanhoudende convergentie van de inflatie naar de doelstelling, zelfs na de geleidelijke afbouw van de netto activa-aankopen.

Om te voorkomen dat de financiële voorwaarden na het beëindigen van de nettoaankopen ongegrond zouden worden aangescherpt, zullen andere monetairbeleidsmaatregelen de accommodatie blijven verschaffen die noodzakelijk blijft om de inflatie op duurzame wijze te laten terugkeren naar de doelstelling van de ECB. Enerzijds zouden de beleidsrentes onveranderd blijven 'ten minste de hele zomer van 2019, en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om ervoor te zorgen dat het beloop van de inflatie in overeenstemming blijft met de huidige verwachtingen van een duurzame aanpassing'⁽¹⁾. Anderzijds zouden de aflossingen van de hoofdsom van de in het kader van het aankoopprogramma aangekochte effecten die de vervaldatum hebben bereikt, verder worden belegd 'voor langere tijd na afloop van de netto activa-aankopen (...), en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitscondities en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven'. De herbeleggingen van activa kunnen worden voortgezet, zelfs als de beleidsrentes stijgen, wat gevolgen kan hebben voor de vorm van de rendementscurve. De eerste verhogingen van de beleidsrentes zullen de korte rente doen stijgen, terwijl de herbeleggingen via hun impact op de termijnpremie neerwaartse druk zullen blijven uitoefenen op de langere rentes.

De termijnpremie is een manier om de onzekerheid over de toekomstige ontwikkelingen te meten: ze is dus voor de langere looptijden gewoonlijk hoger dan voor de kortere. Het niveau ervan hangt af van het evenwicht tussen het aanbod van en de vraag naar een specifiek actief⁽²⁾. Doordat de nettoaankopen vanwege de centrale bank de vraag naar sommige activa opvoeren, doen ze de termijnpremie dalen⁽³⁾, waardoor de lange rente voor een gegeven korterentepad lager uitvalt. Zo ook doen de herbeleggingen – die het totaal aangehouden bedrag van activa op de centralebankbalans op peil houdt – de hoeveelheid op de markt beschikbare activa teruglopen, met een vergelijkbaar effect op de termijnpremie.

(1) Draghi (2018).

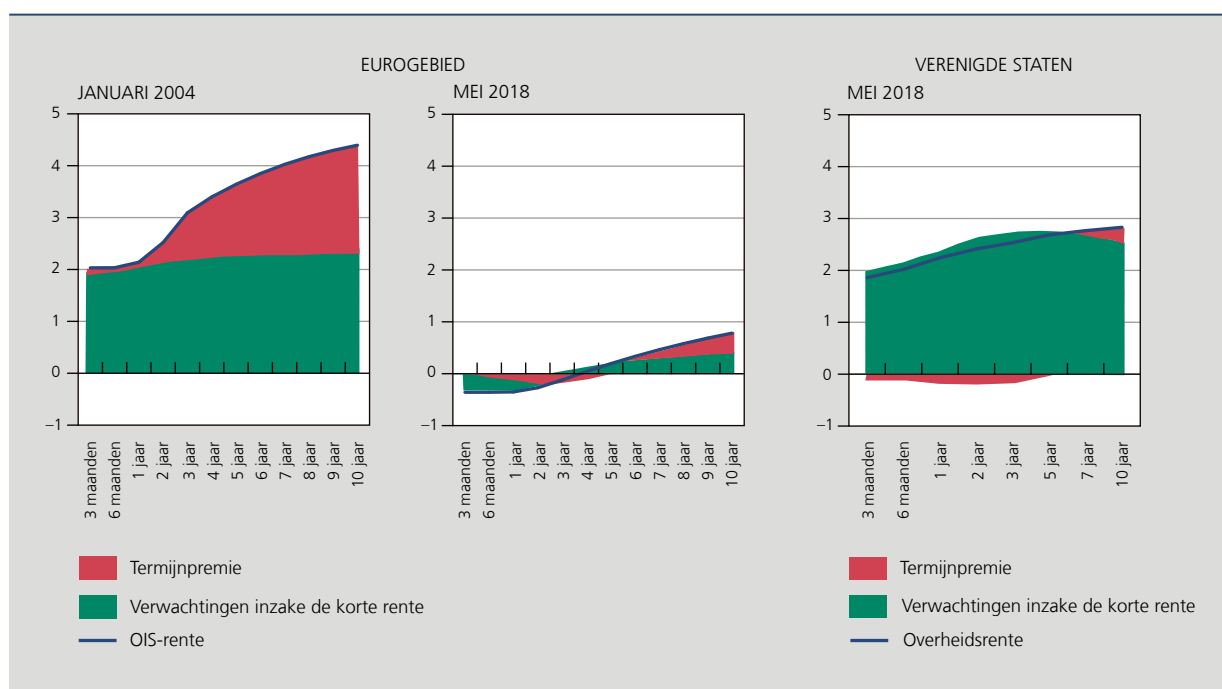
(2) Greenwood en Vayanos (2014).

(3) Zie, o.a., Bonis *et al.* (2017).

Die wisselwerking beïnvloedt aldus ook de snelheid waarmee de beleidsrentes kunnen worden verhoogd, terwijl de gewenste monetairbeleidskoers gehandhaafd blijft. Voor een gegeven langetermijnrente maakt een lagere termijnpremie het voor de centrale bank mogelijk de korte rente te beginnen verhogen. Een daling van het balanstotaal van de centrale bank zou de termijnpremie daarentegen doen toenemen, en om dezelfde langetermijnrente te verkrijgen zouden de beleidsrentes dus geleidelijker moeten stijgen.

Uit een uitsplitsing van de risicovrije rente⁽¹⁾ blijkt op welke wijze de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, onder andere, het peil en de samenstelling van de rente beïnvloeden, ook op lange termijn. Zoals in het vorige hoofdstuk werd vermeld, verwachtten de markten in mei 2018 een zeer geleidelijke stijging van de rentetarieven in het eurogebied, die zelfs over tien jaar zeer laag zouden blijven. De verwachtingen omtrent de herbeleggingen van activa hielden inmiddels ook de termijnpremies op een zeer laag niveau, zelfs negatief voor de kortere looptijden. Zowel de renteverwachtingen als de termijnpremie lagen in 2018 immers ruimschoots lager dan in 2004, een 'normale' periode in termen van monetair beleid, dat wil zeggen een periode waarin de economie niet werd geconfronteerd met een recessie of een boom en de centrale bank geen onconventionele maatregelen had genomen zoals de aankoop van activa. Bijgevolg was de rendementscurve in het eurogebied in januari 2004 (225 basispunten) aanzienlijk steiler dan in mei 2018 (113 basispunten).

GRAFIEK 3 UITSPLITSING VAN DE RISICOVRIJE RENTE
(in %)



Bron: eigen berekeningen, op basis van het model van Dewachter *et al.* (2016).

De helling van de rendementscurve wordt door heel wat waarnemers beschouwd als een nuttig instrument om recessies te voorspellen: negatieve hellingen (waarbij het tienjaars rendement lager is dan de korte rente) zouden wijzen op sombere verwachtingen over het toekomstig rentepeil, wat kan wijzen op bezorgdheid over de economische vooruitzichten. Een sterke afvlakking van de curve wordt derhalve geïnterpreteerd als een signaal dat het risico op een recessie groter is⁽²⁾.

(1) Uitsplitsing van de OIS-swaprente van het eurogebied aan de hand van een termijnstructuurmodel waarin rekening wordt gehouden met de aanwezigheid van een ondergrens voor de rente, zie Dewachter *et al.* (2016).

(2) Voor een bespreking van de literatuur ter zake, zie Wheelock en Wohar (2009).

De neerwaartse druk die de door de centrale bank aangehouden activa op de termijnpremie uitoefenen, zou die conclusie echter kunnen nuanceren: voor een gegeven kans op crisis, zou de curve vlakker zijn dan ingeval het balanstotaal van de centrale bank kleiner zou zijn. Dat geldt op dit ogenblik deels voor de rente in de Verenigde Staten. Termijnpremies (en andere financiële variabelen) omvattende modellen om de waarschijnlijkheid van een recessie te ramen, voorspellen veel minder grote risico's dan een model waarin alleen maar de helling van de curve in aanmerking wordt genomen⁽¹⁾.

De uit de helling van de curve afgeleide signalen mogen echter niet over het hoofd worden gezien: factoren verbonden aan minder positieve groeivoorzichten kunnen ook de termijnpremies drukken (bijvoorbeeld een toegenomen vraag naar 'risicoloze activa'), evenals de renteverwachtingen⁽²⁾.

3. Impact van hogere rentes op overheden, bedrijven en huishoudens

In dit hoofdstuk wordt de kwestie van de stijgende rente niet langer benaderd vanuit een perspectief van algemeen evenwicht, maar wordt meer gedetailleerd onderzocht wat de impact ervan is op de diverse sectoren. Daarbij wordt aandacht besteed aan de zes grootste economieën van het eurogebied. Om te achterhalen welk effect een rentestijging zal hebben, wordt ook teruggesproken op de ervaring met de aanzienlijke rentedaling na de Grote Recessie. Eerst wordt een overzicht geboden van de wijzigingen die de diverse sectoren sinds de crisis in hun rente-inkomens hebben opgetekend. Dan worden achtereenvolgens de overheid behandeld, de centrale bank, de huishoudens, de bedrijven en de vraag hoe de depositorentes van de banken zullen reageren op een stijgende rente.

3.1 Sectorspecifieke rentegevoeligheid

De rechtstreekse impact van een rentewijziging op de diverse economieën en sectoren kan worden gemeten aan de hand van de verandering in hun nettorente-inkomen (verschil tussen de ontvangen en de betaalde rente). Er zij opgemerkt dat hierbij dus geen rekening wordt gehouden met de indirecte gevolgen van een rentewijziging, zoals de impact op andere inkomens (bv. dividenden), of nog, op het verloop van de activaprijzen.

Uit een analyse van de periode sinds de Grote Recessie (2008K3-2017K4), tijdens welke het monetair beleid accommoderend werkte en de rentetarieven dus sterk daalden, blijkt dat de rentegevoeligheid van de diverse economieën en sectoren binnen het eurogebied sterk uit elkaar loopt. Voor het eurogebied in zijn geheel werd een neutrale impact opgetekend, terwijl het nettorente-inkomen in sommige landen toenam (Spanje, Italië) en in andere afnam (België, Frankrijk). Wat de sectoren betreft, zagen algemeen beschouwd de niet-financiële private sector en de overheid hun nettorente-inkomen toenemen, terwijl in de financiële sector een daling werd opgetekend.

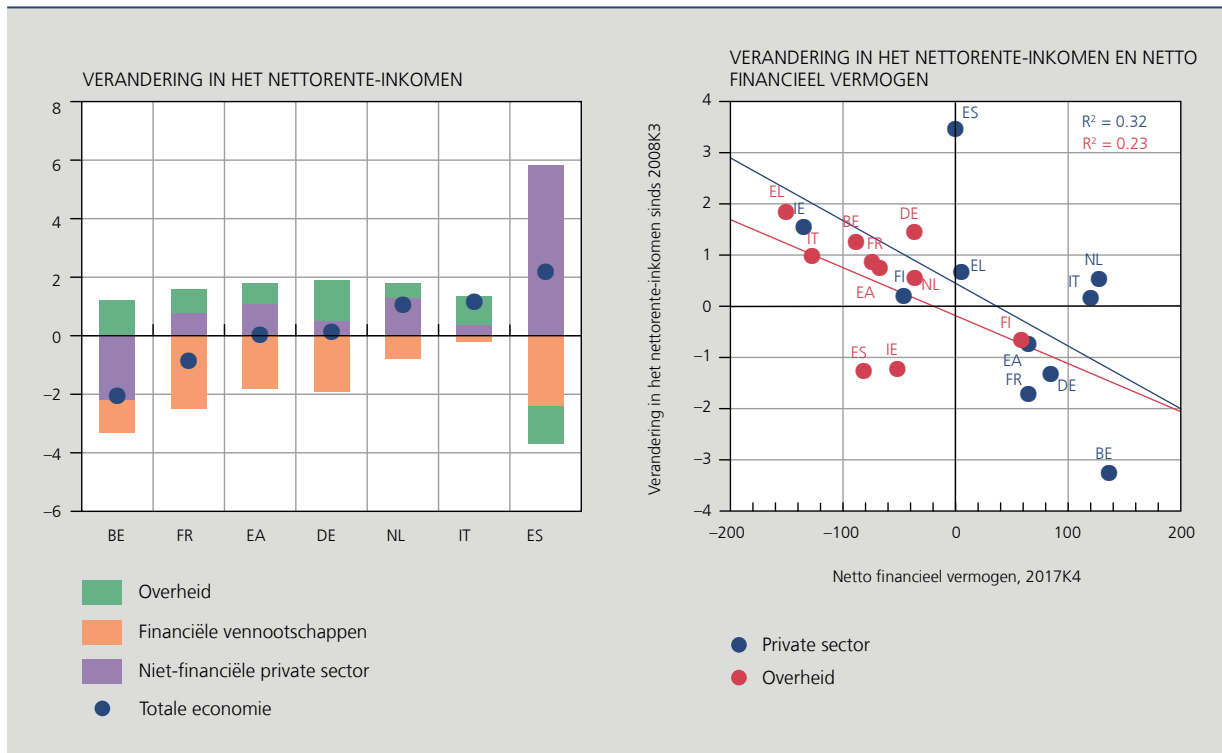
De uiteenlopende impact over de diverse landen en sectoren toont aan dat de omvang en de samenstelling van hun balansen van essentieel belang zijn voor hun rentegevoeligheid. Bij een rentedaling zullen nettocrediteurs (activa > passiva) doorgaans een inkomensverlies optekenen, terwijl nettodebiteurs (activa < passiva) hun inkomen zullen zien stijgen. Een rentedaling heeft dus een herverdelend effect. In het eurogebied bestaat er een vrij nauw verband tussen de impact op het nettorente-inkomen en de omvang van het netto financieel vermogen (i.e. het verschil tussen de uitstaande financiële activa en verplichtingen). Dat verband is evenwel niet perfect, aangezien het netto financieel vermogen ook niet-rentedragende activa omvat, bijvoorbeeld aandelen. Ook andere factoren, zoals de rentevariabiliteit van de financiële instrumenten en het verloop van de uitstaande activa en schulden, bepalen mee het uiteindelijke effect.

Van de landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn, leed België het sterkste inkomensverlies als gevolg van de rentedaling. Een en ander kan worden toegeschreven aan het omvangrijk nettovermogen van de private sector, in het bijzonder de huishoudens. Net als in het eurogebied in zijn geheel, zag de financiële sector in België zijn nettorente-inkomen teruglopen, terwijl de overheid haar inkomen zag toenemen. Voor zover die impact gedreven wordt door het nettovermogen van de sectoren, valt bij een rentestijging een (symmetrisch) omgekeerd effect te verwachten.

(1) Johansson en Meldrum (2018).

(2) Ibidem en Bauer en Mertens (2018).

GRAFIEK 4 VERANDERING IN HET NETTORENTE-INKOMEN GEDREVEN DOOR HET NETTO FINANCIËEL VERMOGEN
(in % bbp, 2008K3-2017K4)



Bronnen: ECB, NBB.

3.2 Overheidssector

Sinds het uitbreken van de crisis zijn de overheidsschulden in het eurogebied fors toegenomen. Ze zijn meestal ook hoog gebleven. Wat de zes grootste economieën betreft, bedroeg de overheidsschuld in 2017 bijna 100 % bbp in Frankrijk en Spanje. In België en Italië werd dat niveau zelfs overschreden. In Duitsland en Nederland werd de schuld dan weer geleidelijk afgebouwd tot respectievelijk 64 % en 57 %.

De lage rente is uiteraard bevorderlijk voor de betaalbaarheid van de hoge schulden. Meer nog, de rentelasten zijn verder gedaald tot historisch lage niveaus: wat de zes grootste economieën betreft, varieerden ze in 2017 van 1 % bbp in Nederland tot 2,5 % bbp in België en tot bijna 4 % bbp in Italië. Zodra de rentes gaan stijgen, rijst uiteraard de vraag of de hoge overheidsschulden houdbaar zullen blijven. Hieronder wordt daar nader op ingegaan.

Hogere marktrentes vertalen zich slechts geleidelijk in hogere impliciete rentes

Om een algemeen beeld te krijgen van de rente op de uitstaande overheidsschuld, wordt gekeken naar de impliciete rente. Deze laatste wordt berekend als de verhouding van de rentelasten tot de schuld. In navolging van de marktrentes, zijn ook de impliciete rentes blijven dalen tot hun laagste niveaus sinds de start van de monetaire unie. In Duitsland en Nederland beliepen ze in 2017 1,6 %, in België 2,4 % en in Italië 3 %. De impliciete rente reageert echter wel met vertraging op het verloop van de marktrentes aangezien ze een gemiddelde is van de marktrente op de in het verleden aangegane schuld.

Om die reden zal een stijging van de marktrentes zich niet vertalen in een recht evenredige stijging van de impliciete rente op de overheidsschuld. Meer nog, een stijging van de marktrentes heeft niet noodzakelijk een opwaarts effect op de impliciete rente. Zolang de marktrente op nieuwe emissies lager ligt dan de rente op vervallende effecten en leningen van de overheid, blijft de impliciete rente immers neerwaarts gericht.

Bovendien hebben de overheden van het eurogebied hun schuldstructuur sinds de crisis dermate aangepast dat ze minder gevoelig is voor een rentestijging. Enerzijds gaven ze langerlopende schuldeffecten uit waardoor ze langer profiteren van de lage rentes en ze de impact van een toekomstige rentestijging vertragen. Zo steeg de gemiddelde looptijd van de uitstaande overheidsschuldeffecten in het eurogebied van 6,4 jaar eind 2009 tot 7,3 jaar begin 2018. In België steeg ze over die periode zelfs van 5,5 jaar tot 9,5 jaar. Anderzijds werd het aandeel van de kortlopende schuld in de meeste landen van het eurogebied verkleind (nadat het tijdens de financiële crisis fors was gestegen): in 2017 lag het doorgaans onder de 10 % bbp. Enkel in Italië en Portugal bleef het aandeel van de schuld met een initiële looptijd van maximaal 1 jaar vrij groot (resp. 17 % bbp en 22 % bbp), wat die landen dus gevoeliger maakt voor een rentestijging of voor financieringsproblemen.

Toch blijven de overheidsfinanciën op langere termijn gevoelig voor een rentestijging. Zeker in landen met een hoge schuldgraad kunnen hogere rentes de rentelasten aanzienlijk verzwaren.

Ook de bbp-groei en de inflatie zijn sleutelementen in de schulddynamiek

De houdbaarheid van de overheidsschuld wordt niet enkel beïnvloed door de nominale rentes: ook de nominale economische groei speelt een rol. Dat blijkt duidelijk uit de vereenvoudigde vergelijking van de schulddynamiek:

$$\Delta d_t = -p_t + (i_t - g_t)d_{t-1}$$

waarbij de wijziging in de overheidsschuldgraad (Δd) afhangt van het primair saldo ($-p$), dat is het financieringssaldo ongerekend de rentelasten, en van de rentelasten op de schuld van de vorige periode ($(i - g)d_{t-1}$). Bij een primair evenwicht ($p = 0$) bepaalt het rentegroeiverschil de schulddynamiek: is de nominale impliciete rente (i) hoger (lager) dan de nominale bbp-groei (g), dan neemt de schuldratio toe (af).

Uit deze vergelijking blijkt ook dat de impact van hogere rentes op de schuldgraad afhangt van de schokken die eraan ten grondslag liggen. Door een rentestijging die het gevolg is van een exogene monetairbeleidsverkrapping of van een toename van de risicopremie (bv. wegens politieke en/of beleidsonzekerheid in een land), zal de schulddynamiek verslechteren. Naast de directe impact op de rentelasten, drukt de rentestijging via een aanscherping van de financiële voorwaarden ook de groei. Dat verzwaart op zijn beurt de schulddynamiek via twee additionele kanalen: de negatieve impact op de rentegroei wordt versterkt en het primair saldo zal, bij ongewijzigd beleid, verslechteren. Een rentestijging die het gevolg is van een verbeterende macro-economische omgeving (positieve vraagschok), hoeft de schulddynamiek daarentegen niet noodzakelijk te wijzigen: niet enkel de rente zal stijgen, ook de nominale groei zal aantrekken.

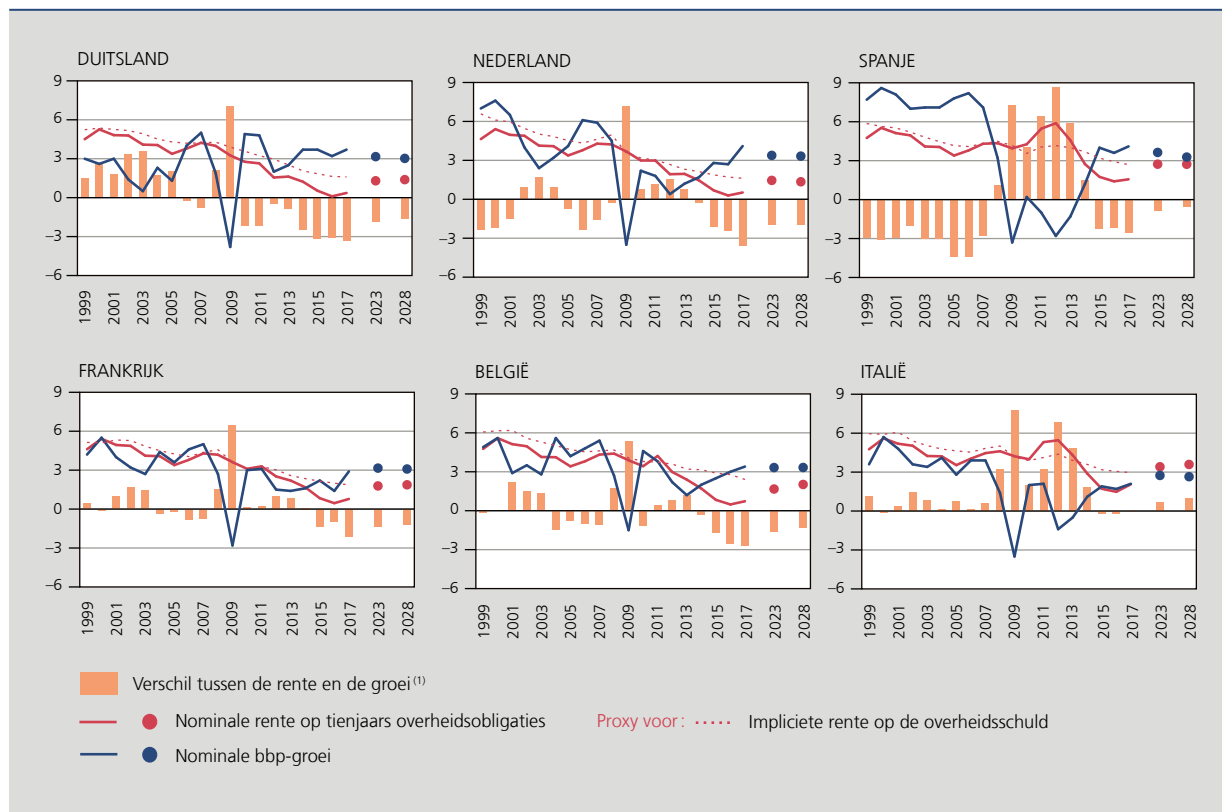
Intuïtief wordt ervan uitgegaan dat de langerlopende nominale rente boven de nominale groei uitkomt. De lange rente is immers, bij benadering, de som van de economische groei, de inflatie, een termijnpremie en een kredietrisicopremie (die doorgaans positief zijn). In de zes grootste economieën van het eurogebied lag de lange nominale rente, vóór de crisis, doorgaans inderdaad hoger dan de nominale groei. Het positieve verschil tussen de rente en de groei deed de overheidsschuld er automatisch stijgen. Er zij opgemerkt dat Spanje, dankzij zijn sterke nominale groei, een uitzondering was: de crisis toonde echter aan dat de hoge groeicijfers er niet duurzaam waren.

Tijdens de crisis verslechterde het verschil tussen de rente en de groei vanwege de negatieve economische groei, de lage inflatie en – in landen die als risicovoller beschouwd werden –, de hogere kredietrisicopremies die de nominale rentes op de overheidsschuld deden stijgen.

Momenteel is het verschil tussen de rente en de groei echter doorgaans negatief, voornamelijk dankzij de historisch lage rentes en, in mindere mate, de aantrekkende nominale groei. Projecties opgesteld door economen uit de private sector (zoals verzameld door de in de grafiek gebruikte Consensus Economics) en door institutionele organisaties (zoals de EC en de ECB) tonen aan dat het rentegroeiverschil ook in de verre toekomst negatief zou blijven en dus de overheidsschuld mee zou helpen reduceren. Uit historisch oogpunt is dat uitzonderlijk. De combinatie van lage rentes en een opnieuw ietwat hogere bbp-groei (die doorgaans wel lager ligt dan wat vóór de crisis het geval was) is dus zeer gunstig voor het schuldverloop. Dat positieve verhaal gaat evenwel niet op voor Italië, het enige van de zes grootste economieën waar het rentegroeiverschil voor de toekomst positief is, dit door de combinatie van hogere rentes en een

GRAFIEK 5 **LANGE NOMINALE RENTE EN NOMINALE BBP-GROEI**

(in % : jaar-op-jaar veranderingspercentage)



Bronnen : Consensus Economics, Datastream, EC.

(1) Het rentegroeiverschil wordt hier berekend als de nominale tienjaars marktrente op overheidsobligaties min de nominale bbp-groei. In tegenstelling tot de vergelijking inzake de schulddynamiek wordt daarvoor dus niet de impliciete rente op de overheidsschuld gebruikt (die is ter informatie wel opgenomen in de grafiek). De tienjaars marktrente verschilt inderdaad van de impliciete rente maar ze wordt in een dergelijke analyse vaak als substituuut gebruikt omdat ze de renteprojecties vereenvoudigt (simulaties van impliciete rentes zijn gebaseerd op diverse hypothesen, bv. inzake het verloop van de marktrentes, het verloop van de schuld, de gemiddelde looptijd van de schuld, ...).

Noot: Voor de periode 1999-2017 is de nominale bbp-groei berekend als de som van de reële bbp-groei en de groei van de bbp-deflator. De vooruitzichten inzake de nominale bbp-groei zijn afkomstig uit de juli-enquête van Consensus Economics en zijn berekend als de som van de verwachtingen van de private sector ten aanzien van de reële bbp-groei en de inflatie gemeten op basis van de consumptieprijsindex (cpi).

tragere economische groei. Om de schuldgraad te stabiliseren of af te bouwen, moet de Italiaanse overheid dan ook primaire overschotten boeken.

Aan de hier geschetste scenario's zijn wel neerwaartse risico's verbonden. Zo kan een plotse toename van de risicopremie, zoals gezegd, het rentegroeiverschil minder gunstig maken en de schulddynamiek verslechteren. Hetzelfde geldt voor een verminderde voorkeur voor *risicoloze activa*, zoals overheidspapier. Het is evenmin uitgesloten dat een versnelling van de economische groei en de inflatie (sneller dan wat momenteel wordt verwacht) de centrale banken ertoe aanzet hun beleid te verkrappen, zodat de (risicovrije) nominale rente opnieuw boven de nominale economische groei zal uitkomen.

De gunstige macro-economische en financiële context mag de overheden, zeker die van landen met een hoge schuldgraad, er dus niet van weerhouden maatregelen te nemen om hun begroting op orde te brengen, wel integendeel. Zo kunnen toekomstige risico's en uitdagingen worden opgevangen en kunnen de huidige gunstige voorwaarden een duurzame bijdrage leveren aan de houdbaarheid van de overheidsschulden.

Naast de overheidsuitgaven beïnvloeden stijgende rentes ook de overheidsontvangsten

Een uitvoerige analyse van de impact van een rentestijging op de overheidsinkomsten valt buiten het bestek van dit artikel. Wel interessant om op te merken is dat de monetaire stimuleringsmaatregelen, en in het bijzonder

het aankoopprogramma van activa, niet enkel een invloed hebben op de overheidsuitgaven – via de rente op overheidsobligaties – maar ook op de overheidsinkomsten – via de winst die de centrale banken uitkeren aan de overheden die aandeelhouders zijn.

Eenzijds boekt de centrale bank via het aankoopprogramma winst⁽¹⁾. De aankopen van vastrentende langlopende effecten worden immers gefinancierd via de uitgifte van kortlopende schuld (namelijk centralebankreserves) die vergoed worden tegen de rente op de depositofaciliteit. Deze laatste is momenteel negatief en ligt doorgaans onder de rentes op de aangekochte effecten. Anderzijds stelt het aankoopprogramma de centralebankbalans ook bloot aan een renterisico dat zich voordoet wanneer de rente op de depositofaciliteit uitstijgt boven de rendementen op de door de centrale bank aangehouden effecten. In een dergelijke situatie zouden de winsten van de centrale bank kunnen slinken of zouden er zelfs verliezen kunnen worden geboekt. Tal van nationale centrale banken in het eurogebied hebben in dat opzicht hun reserveringsbeleid reeds aangepast. De NBB, bijvoorbeeld, reserveert sinds 2014 50 % in plaats van 25 % van de winst en ze zal dat blijven doen zolang de periode van de niet-conventionele monetaire maatregelen aanhoudt⁽²⁾. Zodoende ontvangt de overheid vandaag minder dividenden dan wat het geval zou zijn indien het reserveringsbeleid niet zou worden gewijzigd.

3.3 Niet-financiële private sector

In de Belgische niet-financiële private sector, zijn het de huishoudens die tijdens de periode van accommoderend monetair beleid hun nettorente-inkomen het sterkst zagen dalen. Over de periode 2008K3-2017K4 evolueerden ze van nettorenteontvangers, ten belope van 0,8 % bbp, naar nettorentebetalers, ten belope van 1,2 % bbp.

Net als in de andere landen van het eurogebied zagen de Belgische huishoudens hun rente-inkomens dalen. Eind 2017 bedroegen deze laatste 0,7 % bbp, vergelijkbaar met het gemiddelde van het eurogebied. De rentebetalingen van hun kant stabiliseerden zich rond om en nabij 2 % bbp, en vertoonden – ondanks de dalende rentetarieven – geen neerwaartse tendens zoals in de meeste andere landen wel het geval was.

De impact van een rentewijziging op de rentebetalingen verschilt van land tot land en wordt mede bepaald door het onderliggende verloop van de schulden, alsook door de rentevariabiliteit van de uitstaande kredieten. Landen met een sterke 'deleveraging' (i.e. schuldafbouw) en waar de kredieten overwegend een variabele rente hebben, zoals Spanje, zagen de rentelasten het sterkst dalen. In België bleef de neerwaartse druk van de rentedaling op de rentelasten beperkt, wat kan worden toegeschreven aan de aanhoudende stijging van de schuldgraad van de huishoudens alsook aan het relatief grote aandeel van vastrentende kredieten.

Het verloop van de rentelasten kan worden uitgesplitst in een deel dat toe te schrijven is aan het verloop van de (impliciete) rente (i.e. het prijseffect) en een deel dat wordt verklaard door het beloop van de uitstaande schulden (i.e. het volume-effect). Het is meer bepaald door het volume-effect dat de rentebetalingen in België op een hoog niveau zijn gebleven.

Groot aandeel kredieten met vaste rente beperkt de variabiliteit van de impliciete rente

Hoewel de relatief hoge rentebetalingen van de Belgische huishoudens voornamelijk verklaard worden door het toegenomen schuldniveau, is ook de impliciete rente minder sterk gedaald dan in de andere landen. De variabiliteit van de impliciete rente wordt bepaald door de omvang en de snelheid van het monetair transmissieproces, dat op zijn beurt afhankelijk is van structurele factoren zoals het percentage kredieten met variabele versus vaste rente.

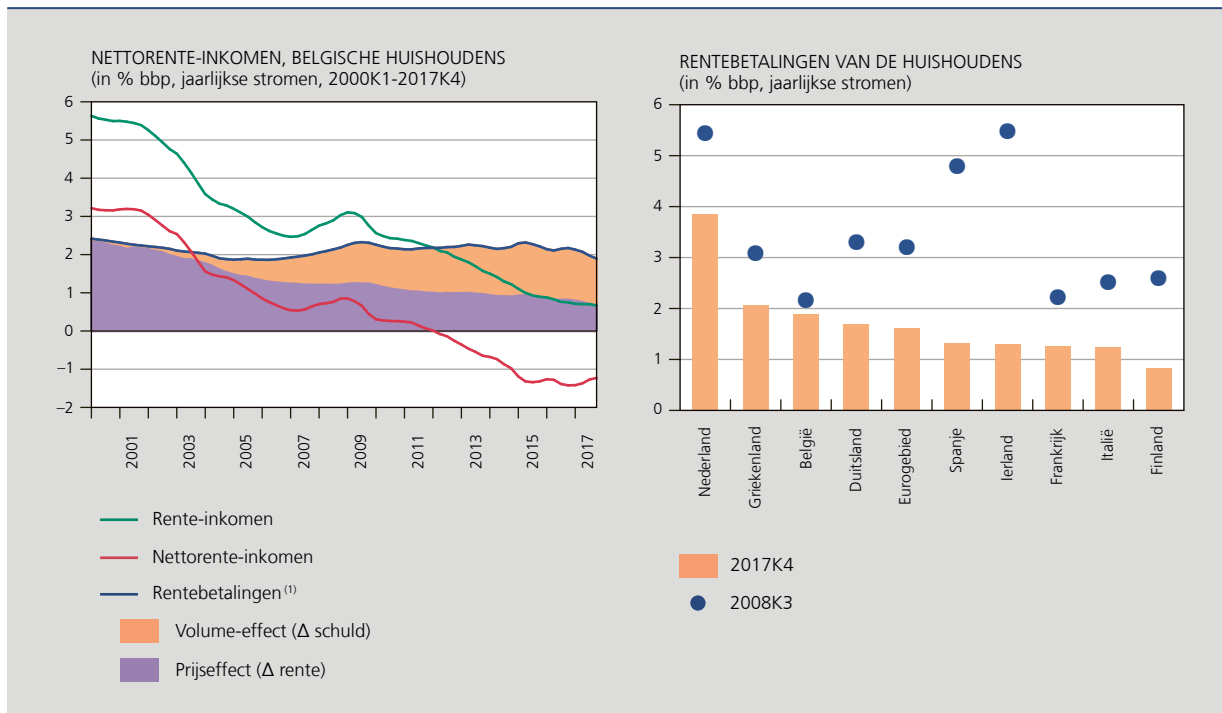
Het percentage kredieten met variabele rente⁽³⁾ (in % van het totale uitstaande bedrag aan bancaire kredieten) loopt binnen het eurogebied sterk uiteen. In het geval van de huishoudens, maakt België samen met de buurlanden Duitsland, Frankrijk en Nederland deel uit van de landen met een relatief klein aandeel variabele kredieten (8,6 % eind 2017). In Finland, Portugal, Spanje en Ierland loopt dat aandeel op tot meer dan 75 % van het totaal.

(1) Voor meer informatie over het aankoopprogramma en de impact ervan op de overheidsfinanciën, zie ook Cordemans *et al.* (2016).

(2) Voor meer informatie over het reserveringsbeleid van de Bank, zie, bijvoorbeeld, NBB (2018).

(3) Gedefinieerd als kredieten met een herziening van de rente binnen de twaalf maanden en een initiële en resterende looptijd van meer dan een jaar (bron: MIR-enquête).

GRAFIEK 6 RENTEBETALINGEN VAN DE BELGISCHE HUISHOUDENS BLEVEN HOOG DOOR SCHULDOPBOUW



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Decompositie van de wijziging in de rentebetalingen sinds 2000K1.

In de landen met een hoog percentage variabele kredieten wordt een sterkere en snellere verandering van de impliciete rente vastgesteld. Terwijl in België en Nederland de impliciete rente op de schuld van de huishoudens over de periode 2008K3-2017K4 met 1,3 procentpunt zakte, liep de daling op tot meer dan het dubbele in de landen waar de kredietmarkt vooral uit variabele kredieten bestaat.

Bij een rentestijging mag een soortgelijk effect worden verwacht, waarbij de impliciete rente sterker en sneller zal stijgen in de landen met overwegend kredieten met variabele rente.⁽¹⁾

Beperkt renterisico voor Belgische niet-financiële sector ondanks hoog schuldniveau van de huishoudens

De kwetsbaarheid van de niet-financiële private sector voor een stijging van de rente kan in kaart worden gebracht door middel van een ‘heatmap’ die bestaat uit een aantal indicatoren die de blootstelling (i.e. het schuldniveau) en de gevoeligheid voor renteschommelingen (percentage variabele kredieten) meten.

Voor zowel de huishoudens als de niet-financiële ondernemingen werden vier indicatoren geselecteerd. De blootstelling wordt gemeten aan de hand van drie indicatoren, namelijk het schuldniveau in procenten van het bbp en in procenten van de financiële activa (in procenten van het aandelenkapitaal in het geval van de ondernemingen) en de debt service ratio (DSR, zie Kader 2 voor de berekening). Die laatste meet de afbetalingslast, i.e. het percentage van het beschikbaar inkomen (het bruto-exploitatieoverschot) dat wordt gebruikt om te voldoen aan de kapitaalaflossingen en de rentelasten verbonden aan een bepaalde schuldpositie. Het percentage variabele kredieten geeft het risico op een herziening van de rente aan.

(1) Bij een rentestijging kunnen de verschillen tussen de landen met variabele of vaste kredieten nog meer uitgesproken zijn. Immers, als gevolg van herfinancieringen, kunnen rentedalingen zich zelfs in een markt met overwegend vastrentende kredieten relatief snel voortzetten maar dit is niet het geval bij een rentestijging. Voorts kan de stijging van de variabele rente worden afgeremd door bepalingen ter bescherming van de debiteur, zoals in België met het systeem van de renteplafonds (caps) en door de wettelijke bepaling dat de initiële variabele rente maximaal mag verdubbelen.

TABEL 1 IMPACT RENTE OP HOUDBAARHEID SCHULD NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR: HEATMAP

Land	HUISHOUDENS					NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN				
	Schuld/bbp ratio	Schuld/financiële activa ratio	Aandeel kredieten met variabele rente	Afbetalingslast (debt service ratio)	Samengestelde risico-indicator	Schuld/bbp ratio (geconsolideerd) ⁽¹⁾	Schuld/aandelen ratio	Aandeel kredieten met variabele rente	Afbetalingslast (debt service ratio)	Samengestelde risico-indicator
België	60,4	19,6	8,6	12,2	0,5	62,5	66,4	21,5	29,0	0,0
Duitsland	52,9	28,6	6,8	9,6	0,0	47,5	58,7	19,5	25,6	0,0
Spanje	61,3	33,2	79,3	11,1	0,5	78,5	51,5	36,8	45,6	0,0
Finland	67,3	45,4	89,9	12,3	1,8	79,5	70,3	77,5	54,8	0,8
Frankrijk	58,7	24,9	8,3	10,2	0,0	90,8	46,9	28,8	91,8	1,0
Griekenland	57,0	37,7	42,8	10,5	0,0	61,7	88,8	39,4	45,5	0,3
Eurogebied	58,1	27,2	31,2	10,7	0,0	76,8	60,9	33,0	51,5	0,0
Ierland	47,4	37,2	75,8	15,6	0,8	178,2	53,0	45,0	43,9	1,0
Italië	41,3	16,5	65,9	7,1	0,3	69,4	67,9	47,5	42,6	0,3
Nederland	105,1	33,0	12,9	24,9	1,5	108,3	67,5	22,2	51,7	0,3
Portugal	69,4	33,7	83,9	11,0	0,8	94,2	82,6	51,6	63,8	1,3

Bronnen: ECB, NBB (eigen berekeningen).

Toelichting: Alle data hebben betrekking op 2017K4 (in %). Een witte cel wijst op 'geen' risico (= 0), een oranje op een 'laag' risico (= 1), een rode op een 'gemiddeld' risico (= 2), en een donkerrode op een 'hoog' risico (= 3). Deze categorieën werden afgebakend op basis van drempelwaarden die overeenstemmen met respectievelijk het 65^e, 80^e en 90^e percentiel van de statistische verdeling van elke indicator over alle landen van het eurogebied en door de tijd heen (periode 1999K1-2017K4). De samengestelde indicator werd berekend als het gemiddelde van de vier discrete risicoscores.

(1) De geconsolideerde schuld weert de kredietverlening tussen ingezeten niet-financiële ondernemingen uit hun totale schuld. In dit artikel worden, wat België betreft, ook de door financieringsmaatschappijen/holdings en buitenlandse niet-financiële ondernemingen toegekende kredieten in mindering gebracht, gelet op het feit dat de meeste van die kredieten – net zoals de kredieten tussen ingezeten ondernemingen – intragroepskredieten betreffen.

Voor elke indicator worden drempelwaarden bepaald, die geen (= 0) of een laag (= 1)/gemiddeld (= 2)/hoog (= 3) risico weergeven op basis van respectievelijk het 65^e, 80^e en 90^e percentiel van de historische verdeling van die indicatoren over alle landen van het eurogebied heen. Vervolgens wordt een samenvattende indicator berekend als het gemiddelde van de risicowaarden.

Over het algemeen ziet het er op basis van de 'heatmap' naar uit dat, in het eurogebied, de huishoudens op dit ogenblik kwetsbaarder zijn dan de niet-financiële ondernemingen. Dat is voornamelijk het gevolg van hun blootstelling (i.e. de relatief hoge schuldgraad). Het risico op een herziening van de rente (i.e. een relatief hoog percentage variabele kredieten) blijkt immers slechts weinig te verschillen tussen de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen en is dus eerder landspecifiek.

Voor België wordt de schuldgraad van de huishoudens alsook hun DSR als relatief hoog bestempeld, wat de gezinnen kwetsbaarder maakt voor een additionele verhoging van de afbetalingslast ten gevolge van een renteverhoging. Anderzijds tempert het gering percentage variabele kredieten de impact van een renteverhoging.

Kader 2 – Debt service ratio's voor de niet-financiële private sector

Debt service ratio's (DSR's) verschaffen belangrijke informatie over de wisselwerking tussen schulden en de reële economie aangezien ze weergeven welk deel van het beschikbaar inkomen naar schuldaflossing vloeit (verhouding van de kapitaalaflossingen en rentebetalingen tot het inkomen). Een hogere DSR betekent dat er een kleiner deel van het inkomen beschikbaar is voor bestedingen of sparen, wat reële gevolgen kan hebben.

In tegenstelling tot de schuldgraad (verhouding van de uitstaande schuld tot het bbp), brengt de debt service ratio twee stroomvariabelen met elkaar in verband en kan de waarde ervan gemakkelijker worden geïnterpreteerd. Bovendien houdt die ratio expliciet rekening met het renteverloop, waardoor men ook een beter zicht krijgt op de houdbaarheid van een schuldpositie. Het niveau van de DSR hangt af van het beschikbaar inkomen, de uitstaande schuld, de impliciete rente en de gemiddelde looptijd van de uitstaande schuld⁽¹⁾.

In dit Kader worden DSR's berekend voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen. DSR's op macro-economisch niveau zijn niet zomaar beschikbaar en er zijn verscheidene hypothesen nodig om ze te berekenen⁽²⁾. Van de diverse componenten van de DSR, zijn in de nationale rekeningen enkel de uitstaande schulden⁽³⁾, het inkomen en de rentebetalingen beschikbaar. Het berekenen van de DSR vereist aldus veronderstellingen voor de gemiddelde resterende looptijd en de afbetalingsvorm van de uitstaande kredieten.

Eenvoudigheidshalve wordt ervan uitgegaan dat de afbetaling van de schulden volgens een systeem van vaste maandelijkse afbetalingen (kapitaalaflossingen en rentebetalingen) verloopt, en dat de gemiddelde resterende looptijd van de uitstaande schuld stabiel is.

De maandelijkse afbetaling (M) kan als volgt worden berekend:

$$M = S * \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}}$$

waarbij:

S = de totale uitstaande schuld;

i = de gemiddelde rente op de uitstaande schuld uitgedrukt op maandbasis;

n = de gemiddelde resterende looptijd van de uitstaande schuld in maanden.

De gemiddelde rente op de uitstaande schuld is gebaseerd op de nationale rekeningen. Meer bepaald worden de rentebetalingen inclusief de vergoeding voor de 'indirect gemeten diensten van financiële intermediairs (IGDFI)' genomen, dat wil zeggen de werkelijk betaalde rente die in de nationale rekeningen wordt uitgesplitst in een referentierente en een rentemarge (IGDFI). De impliciete rente wordt verkregen door die rentebetalingen te delen door de uitstaande schuld⁽⁴⁾. Voor de gemiddelde looptijd wordt zowel voor de gezinnen als voor de niet-financiële ondernemingen een hypothese van tien jaar gehanteerd⁽⁵⁾.

De DSR op kwartaalbasis is gelijk aan de verhouding van de afbetalingslast in een bepaald kwartaal ($M \times 3$) tot het beschikbaar inkomen tijdens dat kwartaal. Gelet op het seizoenpatroon van het beschikbaar inkomen, wordt het inkomen in een bepaald kwartaal gelijkgesteld aan het gemiddelde inkomen over de laatste vier kwartalen.

(1) Men dient er zich bewust van te zijn dat de macro-economische DSR de gemiddelde DSR op gezinsniveau kan onderschatten, aangezien in de noemer ook het inkomen van de huishoudens zonder schulden vervat zit en er geen rekening wordt gehouden met verdelingsaspecten.

(2) Van de internationale instellingen publiceert enkel de BIS DSR's (Drehmann *et al.*, 2015). Onze berekeningen verschillen van die van de BIS wat de schuld betreft (NBB: schuld gecorrigeerd voor intragroepkredieten, BIS: totale schuld), alsook wat de resterende looptijd betreft (NBB: 10 jaar, BIS: 18 jaar voor huishoudens en 13 jaar voor de niet-financiële ondernemingen).

(3) Exclusief intragroepkredieten in het geval van de niet-financiële ondernemingen. Op het niveau van de groep is de afbetaling van die kredieten immers neutraal

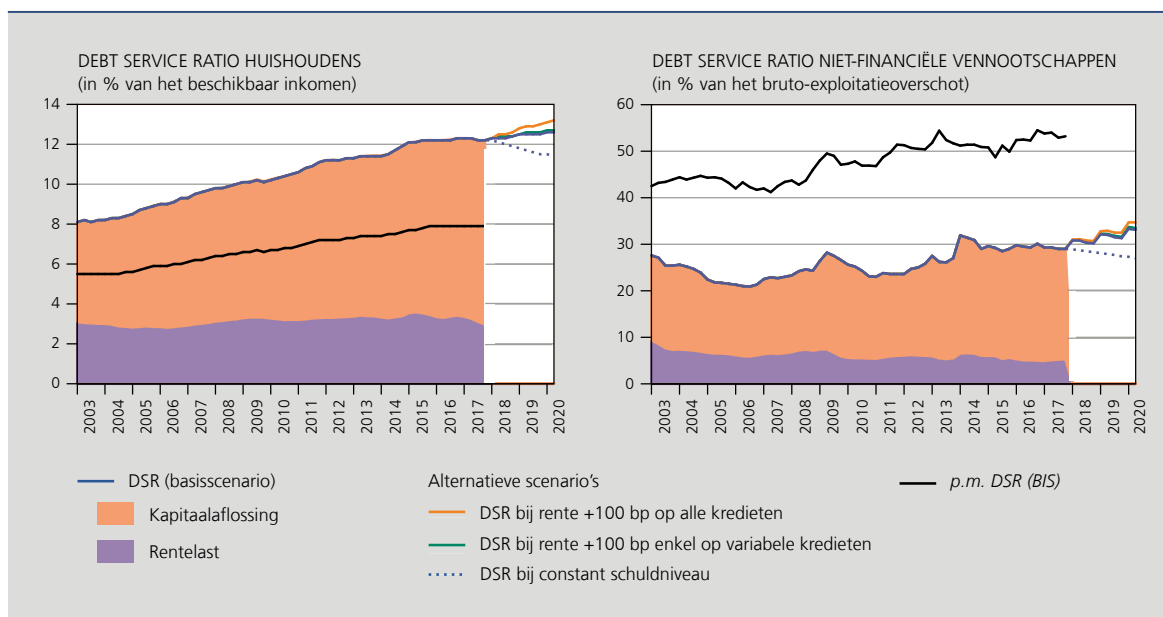
(4) Een mogelijke andere bron voor de gemiddelde rente is de MIR-enquête. Die enquête heeft echter enkel betrekking op de bancaire kredieten en is dus minder relevant als de schuld in hoge mate niet-bancair is (zoals bij de ondernemingen).

(5) De gemiddelde looptijd heeft enkel een invloed op het niveau van de DSR, niet op het verloop ervan.



De DSR kan worden uitgesplitst in een rentecomponent en kapitaalaflossingen⁽¹⁾. Ze leent er zich aldus voor om na te gaan wat de directe impact is van rentewijzigingen op de afbetalingslast. Hieronder wordt de DSR weergegeven voor de Belgische huishoudens en ondernemingen en wordt ze vergeleken met de berekeningen van de BIS (Drehmann *et al.*, 2015).

DEBT SERVICE RATIO VOOR HUISHOUDENS EN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN BELGIË



Bronnen: BIS, NBB.

De DSR voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen zoals ze door de NBB wordt berekend, ligt respectievelijk hoger en lager dan de ramingen van de BIS. Het hogere niveau bij de huishoudens is toe te schrijven aan de kortere looptijd waarvoor de uitstaande schuld wordt van uitgegaan (10 jaar i.p.v. 18 jaar). Voor de ondernemingen kan het lagere niveau voornamelijk worden verklaard door de correctie van de schuld voor intragroepkredieten.

Het verloop van de DSR voor de huishoudens is evenwel gelijkaardig in de NBB- en de BIS-cijfers. Zoals reeds toegelicht, werkt de looptijdhypothese enkel door in het niveau en niet in het verloop van de DSR. Bij de ondernemingen geldt een ander profiel. Volgens de BIS vertoont de DSR over de periode 2003-2017 een stijgende trend, terwijl er in de NBB-cijfers sprake is van een stabilisatie. Het verschil is voornamelijk toe te schrijven aan de tijdens de beschouwde periode fors gestegen intragroepkredieten.

(1) Deze decompositie wordt niet gepubliceerd door de BIS.

Ter illustratie van hoe gevoelig de afbetalingslast van de niet-financiële private sector is voor een verhoging van de rente in de huidige macro-economische context, wordt mechanisch gesimuleerd welke impact een renteverhoging met 100 basispunten heeft op de DSR over de periode 2018K1-2020K2. Daarbij wordt gebruikt gemaakt van de macro-economische voorspellingen van de Bank die zijn opgesteld in het kader van het ESCB (BMPE)⁽¹⁾ voor het verloop van het beschikbaar inkomen en de schuld. Er zij opgemerkt dat bij deze scenario's geen rekening wordt gehouden met endogene effecten van de renteschok op het inkomen of op het schuldniveau.

Er worden vier scenario's gesimuleerd (zie grafiek Kader 2):

- Scenario 1 (blauw): Baseline: voorspellingen BMPE voor het beschikbaar inkomen en de schuld, constante impliciete rente;
- Scenario 2 (oranje): Baseline + toename van de impliciete rente met 100 basispunten over de voorspellingshorizon (10 basispunten per kwartaal), van toepassing op alle kredieten;
- Scenario 3 (groen): Baseline + toename van de impliciete rente met 100 basispunten over de voorspellingshorizon (10 basispunten per kwartaal), enkel van toepassing op de variabele kredieten;
- Scenario 4 (blauwe stippellijn): baseline met constant schuldniveau.

Uit scenario 1 blijkt dat de DSR zowel bij de huishoudens als bij de ondernemingen naar verwachting verder zal oplopen, wat toe te schrijven valt aan de in het vooruitzicht gestelde kredietgroei die de groei van respectievelijk het beschikbaar inkomen en het bruto-exploitationoverschot overstijgt.

De impact van de rentestijging op de DSR blijkt uit het verschil tussen de scenario's 2 en 3 en de baseline. Scenario 4 geeft weer hoe de DSR zou evolueren, mocht enkel het inkomen stijgen: het geeft met andere woorden het noemereffect weer (daling van de DSR ten gevolge van een toename van het inkomen), wat waarschijnlijker wordt naarmate de rentestijging toe te schrijven zou zijn aan een positieve vraagschok, zoals toegelicht in deel 2.1 van dit artikel.

Uit de simulaties blijkt dat een rentestijging van 100 basispunten de DSR van de huishoudens in België laat toenemen met maximaal 0,6 procentpunt en die van de ondernemingen met 1,6 procentpunt (scenario 2). In de veronderstelling dat enkel de variabele kredieten herprijzen (scenario 3), wordt de impact van de rentestijging op de DSR in België gereduceerd tot 0,1 procentpunt voor de huishoudens en tot 0,4 procentpunt voor de ondernemingen.

Uit scenario 4 ten slotte blijkt dat bij een stabilisatie van het schuldniveau de huidige macro-economische projecties voor het inkomen een significante passieve deleveraging kunnen impliceren.

Al met al blijkt uit deze simulaties dat de impact van een renteverhoging op de DSR van de huishoudens en de ondernemingen beperkt blijft. Weliswaar leidt een hogere rente tot een hogere afbetalingslast en bevindt de DSR zich in het geval van de huishoudens reeds op een relatief hoog niveau, maar de praktijk van vastrentende kredieten zorgt voor een afzwakkend effect. Voor de ondernemingen is uit de 'heatmap' gebleken dat het startniveau minder problematisch is, waardoor de aflossingscapaciteit, zelfs indien de DSR maximaal zou toenemen, minder in het gedrang lijkt te komen dan bij de huishoudens.

Zoals eerder opgemerkt, wordt in de bovenstaande simulaties en vooruitzichten geen rekening gehouden met endogene reacties van het schuldniveau en het inkomen (i.e. de schuldgraad) op de renteschok. Voor zover de schuldgraad afneemt als gevolg van de rentestijging, zal het opwaartse effect van de renteverhoging op de DSR kleiner zijn dan in de bovenstaande simulaties.

Hofmann en Peersman (2017a) wijzen erop dat de reactie van de DSR op een renteschok in feite een empirisch vraagstuk is. Conceptueel is de impact onduidelijk vanwege bepaald door zowel de reactie van de impliciete rente als de reactie van de schuldgraad.

(1) Tijdens een gezamenlijke macro-economische voorspellingsoefening (Broad Macroeconomic Projection Exercise of BMPE), stellen de centrale banken die deel uitmaken van het Eurosysteem projecties op voor de voornaamste macro-economische aggregaten op basis van gezamenlijke economische hypothesen.

Het effect via de impliciete rente is onbetwistbaar: een hogere beleidsrente leidt tot een hogere impliciete rente. De omvang van de stijging wordt bepaald door de snelheid en de intensiteit van het monetair transmissieproces: die laatste wordt bepaald door de omvang van de kredieten met variabele rente.

Het effect via de schuldgraad is echter onduidelijk. De empirische literatuur (Bauer en Granziera, 2017; Hofmann en Peersman, 2017b), stellen vast dat het kredietvolume doorgaans sterker daalt dan het inkomen, waardoor de schuldgraad afneemt, meer bepaald op middellange termijn.

Hofmann en Peersman (2017a) concluderen dat een rentestijging – in het geval van een monetairbeleidsschok – een tijdelijk significant en opwaarts effect heeft op de DSR. De hogere beleidsrente leidt tot een hogere impliciete rente en dat effect is groter dan de daling van de schuldgraad. Voor een schok van 100 basispunten stellen zij empirisch een toename van de DSR met maximaal 0,4 procentpunt vast.⁽¹⁾ Op middellange termijn (vanaf twaalf kwartalen na de schok) is er echter een neerwaartse impact op de DSR als gevolg van de verdere daling van de schuldgraad.

Op die manier zou een renteverhoging de aflossingscapaciteit van de schuldposities, macro-economisch beschouwd, op middellange termijn eerder verbeteren dan aantasten. Dat is een belangrijk gegeven, vermits volgens sommigen het monetair beleid zich in een 'debt trap' bevindt (Borio en Disyatat, 2014; Juselius *et al.*, 2017): de hoge schuld weerhoudt de centrale banken ervan de rente te verhogen vanwege de nefaste gevolgen op de DSR, wat tot nog hogere schulden leidt. De empirische evidentie toont evenwel aan dat de impact op de DSR gematigd is, en een verstrakking van het monetair beleid op middellange termijn zelfs een lagere DSR in de hand werkt, waardoor ze, uit het oogpunt van de houdbaarheid van de schuld, heilzaam kan werken.

3.4 Hoe kan de depositorente reageren ?

De verhogingen van de beleidsrentes zouden ook tot uiting moeten komen in een stijging van de rentes op de activa die worden aangehouden door de niet-financiële private sector. Dat zou de hogere rentelasten voor de niet-financiële vennootschappen en vooral voor de huishoudens, die veel financiële activa aanhouden⁽²⁾, voor een deel compenseren. Die transmissie kan onmiddellijk en volledig zijn voor marktinstrumenten, zoals obligaties. De reactie van de rente op de retailbankdeposito's blijft daarentegen onzekerder. Tegen een achtergrond van zeer lage, zelfs negatieve, beleidsrentes, handhaafden de banken hun rente op de retaildeposito's (in het bijzonder die van de huishoudens) boven 0%. Soms voorzien nationale regelgevingen in minimumtarieven voor de depositorente⁽³⁾, wat de mogelijkheden voor banken om hun financieringskosten aan te passen, sterker beknot. Dit laatste, in combinatie met de duur van de periode gedurende welke de rentes op hun ondergrens zijn gebleven, heeft de winstgevendheid van de banken mogelijk gedrukt⁽⁴⁾.

De recente ervaring heeft geleerd dat de laatste verhogingen van de federal funds rente amper effect hebben gehad op de vergoedingen van de bankdeposito's in de Verenigde Staten. De twaalfmaands depositorente lag in april 2018 ongeveer 16 basispunten hoger dan in oktober 2015, terwijl de federal funds rente in diezelfde periode met ruim 150 basispunten steeg en de twaalfmaands obligatierente met 190 basispunten. Andere depositorentes vertoonden een soortgelijk verloop. Al met al bedroeg de transmissie sinds de eerste renteverhoging na de crisis, dat was in 2015, tussen de 10% en 30% van de verhoging van de beleids- en markrentes. Dat staat in contrast met het verloop van de rentes op de hypothecaire leningen, die nauw aansloten bij de markrentes (de rentes op de leningen met een looptijd van 30 jaar stegen met 64 basispunten, tegen 75 basispunten voor de tienjaarsrentes op overheidspapier).

Dat herinnert aan de ontwikkelingen die na de Tweede Wereldoorlog in de Verenigde Staten werden opgetekend. In een poging om hun winstgevendheid te verhogen, berekenden de banken toen minder dan 10% van de rentestijgingen door in hun depositorentes, maar 100% in de rente op kredieten⁽⁵⁾.

(1) Merk op dat deze impact wat kleiner is dan in onze simulaties op basis van de BMPE-projecties die geen rekening houden met de endogene impact van de renteverhoging op de schuldgraad.

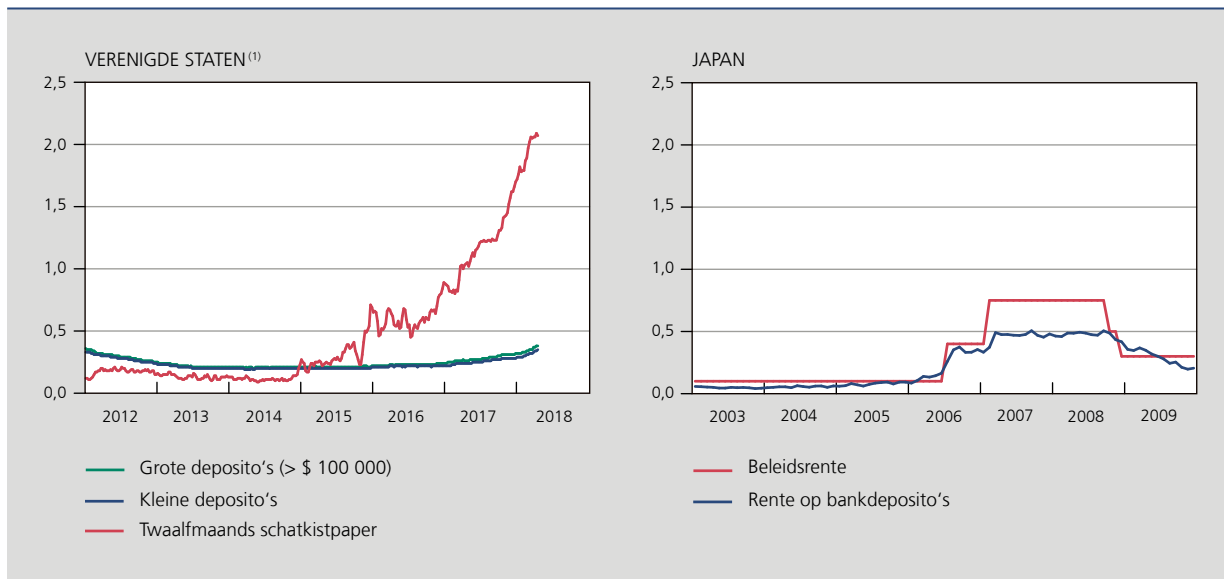
(2) Eind 2017 waren de bankdeposito's goed voor bijna een derde van de financiële activa van de huishoudens in het eurogebied, of 65% bbp. In België was dat 83% bbp.

(3) In Frankrijk kan het tarief dat van toepassing is op 'livret A' – een specifieke spaarrekening met plafond – tweemaal per jaar door de regering worden herzien. In België bedroeg het minimumtarief op de geregelende spaardeposito's 0,11%, namelijk een minimumbasisrente van 0,01% en een minimale getrouwheidspremie van 0,10% in juni 2018.

(4) Voor meer informatie over dat mechanisme, zie de Sola Perea en Kasongo Kashama (2017).

(5) Geraamd door Autonomous Research (2017).

GRAFIEK 7 RENTE OP RETAILDEPOSITO'S



Bronnen: Bank of Japan, FRED.

(1) Rente op termijndeposito's (1 jaar) bij de banken.

Ook Japan heeft aan het begin van de jaren 2000 een lange periode van rentetarieven dicht bij nul doorgemaakt. De beleidsrente werd er in juli 2006 en in februari 2007 opgetrokken (met respectievelijk 30 en 35 basispunten). De rente op de bij Japanse banken aangehouden deposito's volgde vrij goed de eerste verhoging, maar incorporeerde amper de tweede: al met al steeg de depositorente met 38 basispunten (terwijl de beleidsrente met 65 basispunten steeg). De transmissie naar de rente op de kredieten was op haar beurt onvolledig in die periode, en de beleidsrente werd snel daarna verlaagd.

Meerdere factoren beïnvloeden immers de verwachte impact van toekomstige rentestijgingen op de winstgevendheid van de banken en kunnen een impact hebben op de transmissie naar de depositorentes (waarvan een snellere stijging de nettorentemarge van de banken zou verkleinen⁽¹⁾).

Liquiditeitoverschotten kunnen een dubbel effect sorteren. Enerzijds verminderen ze de stimuli, voor de banken, om de rente te verhogen teneinde meer deposito's aan te trekken. Anderzijds kan de verhoging van de rente op de depositofaciliteit naar en tot boven 0% een stijging van de nettorentemarge impliceren voor de banken die deposito's aanhouden bij het Eurosysteem. Die banken zouden derhalve meer marge hebben voor een hogere vergoeding van de retaildeposito's zonder dat hun winstgevendheid daaronder zou lijden. De laatste jaren hebben de banken in de landen waar de liquiditeitoverschotten geconcentreerd zijn, meestal lagere depositorentes aangeboden (vooral aan ondernemingen).

Meer algemeen kunnen ook looptijdverschillen tussen activa en passiva (die ook worden beïnvloed door het aandeel van de liquiditeitoverschotten die een looptijd van één dag hebben) een invloed hebben op de transmissie naar de depositorentes. Voor de banken impliceren langlopende activa, waarvan de rente niet onmiddellijk opnieuw kan worden herzien, en kortlopende passiva (overwegend retaildeposito's) dat een rentestijging hun nettorentemarge negatief zal beïnvloeden. Het Belgisch bankwezen, dat een groot aandeel vastrentende leningen (toegekend tijdens de periode van lage rentes) en kortetermijndeposito's heeft, kan in die situatie verkeren. Door de verhoging van de depositorente te vertragen, kunnen die banken voorkomen dat hun nettorentemarges verslechteren als gevolg van een volledige en snelle transmissie. De banken die hoofdzakelijk kortlopende activa (of activa met een variabele rente) aanhouden, zouden

(1) De noodzaak om de rentemarge te verhogen, zou ook een impact kunnen hebben op de rente op nieuwe kredieten.

daarentegen hun nettorentemarges als gevolg van de stijging van de marktrentes automatisch kunnen zien verbreden. De druk om de depositorente nauwelijks te wijzigen, kan in hun geval minder zwaar zijn.

Ook de financieringsstructuur is van belang voor de impact van de renteverhogingen op de winstgevendheid. Banken die sterk afhankelijk zijn van retaildeposito's zouden sterk geneigd kunnen zijn de rente laag te houden en hun nettorentemarge te verbreden, aangezien zelfs kleine stijgingen van de vergoedingen van deposito's aanzienlijk hogere financieringskosten kunnen meebrengen. Terzelfdertijd kan hun afhankelijkheid van deposito's impliceren dat ze onder grotere druk staan om de rente op te trekken teneinde hun belangrijkste financieringsbron niet te verliezen.

Voor de banken die zich hebben gefinancierd met gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's), kan het op vervalddag komen van die transacties (tussen juni 2020 en maart 2021) een stijging van de financieringskosten teweegbrengen. Dat zou hun nettorentemarges extra onder druk plaatsen, wat de banken er zou kunnen toe aanzetten de depositorente langer laag te houden.

De retaildeposito's worden doorgaans als zeer stabiele en relatief goedkope financieringsbronnen beschouwd. Ze zijn het resultaat van de relatie tussen de klant en de bank, een relatie die verder kan reiken dan het deposito, ze hebben een korte looptijd en ze worden overwegend door de depositogarantiesystemen gedekt. Bovendien worden retaildeposito's gunstig behandeld in de regelgeving inzake bankliquiditeit⁽¹⁾, waardoor ze voor de banken over het algemeen een zeer aantrekkelijke financieringswijze zijn⁽²⁾. De concurrentie tussen de banken inzake retaildeposito's, kan bijgevolg van grote invloed zijn op de aangeboden tarieven. Bovendien is die concurrentie mogelijk verscherpt sinds de inwerkingtreding van twee Europese richtlijnen die de bancaire concurrentie vergemakkelijken⁽³⁾. Ook nieuwe financiële instellingen gebaseerd op nieuwe technologieën (challenger banks, fintech, enz.) kunnen nieuwe concurrenten worden voor de banken. Al die factoren kunnen ervoor zorgen dat de banken onder druk komen om de vergoeding van retaildeposito's te verhogen zodra de marktrentes beginnen te stijgen.

Conclusie

Nadat de rente gedurende een lange periode zeer laag is geweest, wordt verwacht dat ze in het eurogebied geleidelijk zal stijgen. De macro-economische impact van die 'normalisering' hangt af van de factoren die aan de rentestijging ten grondslag liggen. Is de verhoging bijvoorbeeld het gevolg van een afbouw van de neerwaartse druk op de vraag, dan gaat ze gepaard met een krachtige groei en een sterke inflatie. Rentestijgingen die te maken hebben met een restrictiever dan verwacht monetair beleid, kunnen de economie daarentegen ongunstig beïnvloeden.

Meerdere elementen maken dat de volgende renteverhoging anders zal zijn dan die uit het verleden. De interactie met de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen is er daar één van: de herbelegging van de hoofdsom van de door de centrale bank aangekochte activa kan de termijnpremie blijven drukken, zelfs wanneer de rente aan het stijgen is. Dat stelt de centrale bank in staat om, gegeven een bepaalde streeffronte op lange termijn, de korte rente sneller te doen stijgen dan wanneer ze niet zou herbeleggen. Aangezien die combinatie van maatregelen de rendementscurve wellicht zal afvlakken, dreigt ze echter ook de signalen van de rendementscurve over de kans op een economische recessie te vertroebelen. Terzelfder tijd zouden de centrale banken verliezen kunnen lijden op hun portefeuille obligaties die ze hebben verworven tijdens de implementatie van de programma's voor de aankoop van activa.

Bovendien zal de rentestijging plaatshebben in een omgeving van hoge schuld, wat gevolgen kan hebben voor de financiële stabiliteit. De effecten kunnen echter zeer heterogeen zijn, zowel tussen landen als tussen sectoren. Ze hangen af van, onder meer, de balansstructuren en de transmissie van de renteverhogingen. Voor de overheidssector wordt verwacht dat het verschil tussen de economische groei en de rente uitzonderlijk gunstig blijft. Voor de niet-financiële

(1) Een deel van de retaildeposito's wordt beschouwd als 'stabiel' en heeft een geraamd *run-off* risico van 5% in de berekening van de liquidity coverage ratio (LCR). Voor de 'minder stabiele' retaildeposito's wordt het risico op 10% geraamd. De LCR past veel hogere *run-off* tarieven toe op andere financieringstypes (deposito's van grote ondernemingen of van de overheid, interbancaire leningen,...), namelijk tussen 25% en 100%.

(2) In een periode van negatieve marktrentes, daarentegen, kunnen retaildeposito's duurder zijn dan andere financieringsmiddelen.

(3) Richtlijn 2014/92/EU over betaalrekeningen (van toepassing sinds september 2016) heeft de procedures voor het overstappen naar een andere bank sterk vereenvoudigd. Richtlijn (EU) 2015/2366 over betalingsdiensten (PSD2), van kracht sinds januari 2018, kan de concurrentie tussen de verleners van betalingsdiensten en tussen hen en de banken ook doen toenemen.

private sector zou de DSR aanvankelijk kunnen oplopen, maar dat effect zal worden afgezwakt in het geval van vastrentende leningen.

Het blijft een open vraag hoe de vergoedingen op het bij banken aangehouden spaargeld zullen evolueren na een rentestijging. De banken zouden kunnen trachten hun rente op deposito's laag te houden om hun winstgevendheid te verhogen, maar andere factoren, zoals het grotere gemak voor huishoudens om hun deposito's naar andere instellingen over te brengen of ze om te vormen in andere beleggingen, kunnen de banken onder druk zetten om de stijging van de marktrentes door te berekenen in hun vergoedingen op deposito's.

Bibliografie

- Autonomous Research (2017), *European Banks rising rate chart book*, 14 February.
- Bauer M. D. en Th. M. Mertens (2018), *Economic Forecasts with the Yield Curve*, FRBSF Economic Letter, 5 March.
- Bauer G. en E. Granziera (2017), 'Monetary policy, private debt and financial stability risks', *International Journal of Central Banking*, 13, 337-73.
- Bonis, B., J. Ihrig, en M. Wei (2017), 'The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates', FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 20, 2017, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.1977>.
- Borio C. en P. Disyatat (2014), *Low interest rates and secular stagnation: is debt a missing link?*, VOX, June.
- Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.
- De Backer B. en J. Wauters (2017), 'De cyclische en structurele determinanten van de lagerenteomgeving', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 75-94.
- de Sola Perea M. en M. Kasongo Kashama (2017), 'Het negatieve rentebeleid in het eurogebied en het aanbod van bankkrediet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 45-65.
- de Walque G., P. Jeanfils, T. Lejeune, Y. Rychalovska en R. Wouters, *An estimated two-country EA-US model with limited exchange rate pass-through*, NBB Working Paper series 317.
- Dewachter H., L. Iania en J-C. Wijnandts (2016), *The Response of Euro Area Sovereign Spreads to the ECB Unconventional Monetary Policies*, NBB Working Paper 309.
- Draghi M. (2018), *Inleidende Verklaring*, 14 juni.
- Drehmann M., A. Illes, M. Juselius en M. Santos (2015), 'How much income is used for debt payments? A new database for debt service ratios', BIS, *Quarterly Review*, September 89-103.
- Estrella A. (2005), *The Yield Curve as a Leading Indicator: Frequently Asked Questions*, Federal Reserve Bank of New York.
- Greenwood, R. en D. Vayanos (2014): 'Bond Supply and Excess Bond Returns', *Review of Financial Studies*, 27, 663-713.
- Hofmann B. en G. Peersman (2017a), 'Is there a debt service channel of monetary transmission?', BIS, *Quarterly Review*, December, 23-37.
- Hofmann B. en G. Peersman (2017b), *Monetary policy transmission and trade-offs in the United States: old and new*, BIS, Working Papers, 649, July.
- Johansson P. en A. Meldrum (2018), *Predicting recession probabilities using the slope of the yield curve*, FEDS Note, 1 March.
- Juselius M., C. Borio, P. Disyatat en M. Drehmann (2017), 'Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates', *International Journal of Central Banking*, 13(3), 55-90.
- NBB (2018), *Ondernemingsverslag 2017*.

Taylor J. B. (1993), 'Discretion versus Policy Rules in Practice', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Wheelock D. C. en M. E. Wohar (2009), 'Can the term spread predict output growth and recessions? A survey of the literature', Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, issue September, 419-440.