

1 juli 2019

Nick Kounis
Head Financial Markets Research
 Tel: +31 20 343 56165
 nick.kounis@nl.abnamro.com

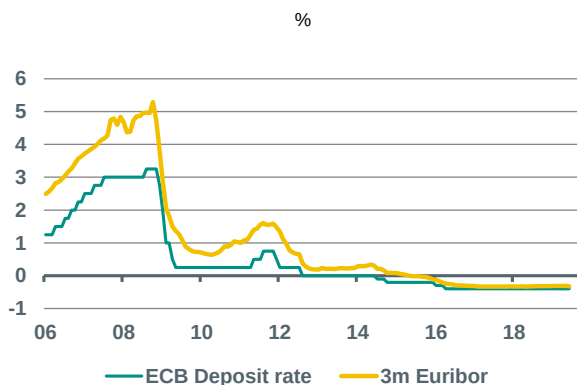
Hoe ver kan de rente dalen?

- We verwachten dat de ECB haar belangrijkste beleidstarieven dieper onder nul laat zakken en de depositorente tot -0,6% verlaagt
- Gegeven de neerwaartse risico's voor de economische groei roept dit de vraag op hoe veel verder de rente nog naar beneden kan
- De belangrijkste remmende factor is de nadelige uitwerking op het bankstelsel: lagere rentes kunnen uiteindelijk contraproductief zijn
- Andere centrale banken in Europa hebben de rente al verder onder nul verlaagd dan de ECB, maar het verschil is niet heel groot
- De verdere speelruimte aan het rentefront is volgens ons beperkt, zodat activa-aankopen het belangrijkste beleidsinstrument van de ECB blijven

Verdere renteverlagingen liggen in het verschiet

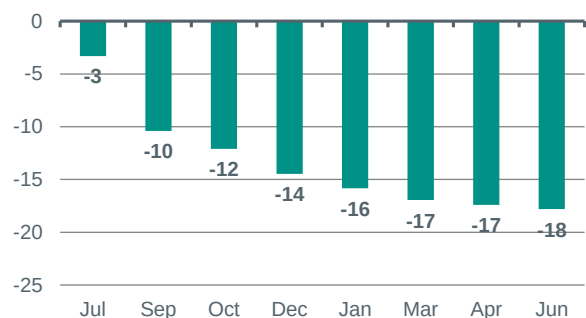
We verwachten dat de Europese Centrale Bank (ECB) haar belangrijkste beleidstarieven verder gaat verlagen. De rente voor de depositofaciliteit gaat volgens ons in twee gelijke stappen van 10 bp (de eerste in september en de tweede begin volgend jaar) met in totaal 20 bp naar beneden tot een laagtepunt van -0,6%. De depositorente verankert de markrentes, zodat de driemaands Euribor, het benchmarktarief, zich rond -0,5% zal bewegen. Na sterke signalen van ECB-president Mario Draghi gaan nu ook de meeste economen uit van verdere rentedalingen. Volgens een peiling van Bloomberg is de consensusverwachting van analisten nu dat de rente in september wordt verlaagd. De financiële markten hebben een verdere renteverlaging al volledig ingeprijsd. Nu de risico's voor de economische vooruitzichten in negatieve richting neigen, roept dit de vraag op tot hoe ver de ECB de rente kan verlagen als de vooruitzichten verslechteren.

ECB-depositorente en interbancaire benchmarkrente



Markten prijzen lagere rente in

Verwachte wijziging tov huidige niveau, op basis van Eonia swaps, bp



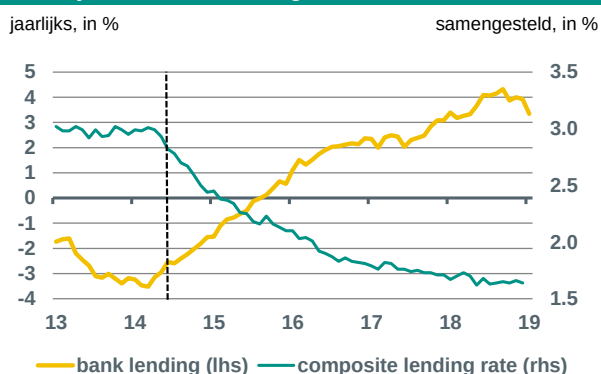
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Ervaringen met negatieve rentes zijn tot dusverre positief

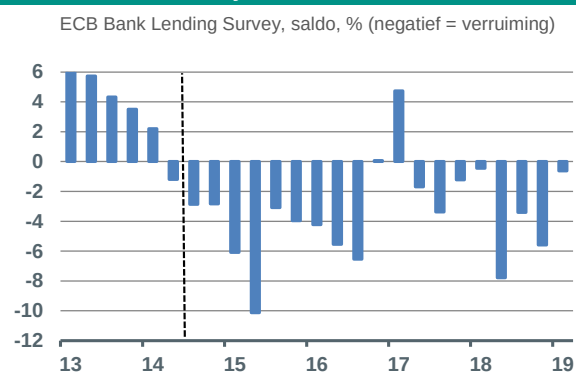
In de afgelopen jaren is meer dan eens gewaarschuwd voor de mogelijke risico's van negatieve rentes. Toch zijn de ervaringen in Europa per saldo positief. Sinds het tarief voor de depositofaciliteit halverwege 2014 onder nul dook, is de bancaire kredietverlening gegroeid, zijn de kredietvoorwaarden versoepeld en zijn de winsten van banken verbeterd (zie grafieken hieronder). De lagere rentes hebben meer in het algemeen de economische groei gesteund: hierdoor is de kredietvraag toegenomen en konden banken hun voorzieningen verlagen.

Zakelijke kredietverlening banken en rente



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Voorwaarden zakelijk bankkrediet



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Tegenwind van negatieve rente wakkert wellicht aan

Deze positieve ervaring heeft de ECB het vertrouwen gegeven om haar rentetarieven verder te verlagen. Mogelijk heeft dit op termijn een nadelige uitwerking op het bankenstelsel. Doordat ze in de buurt van het nulpunt zijn verankerd, zijn de rentes op particuliere creditgelden veel minder sterk gedaald dan de tarieven voor bankkrediet. Hierdoor komen in theorie de rentebaten van banken onder druk. Tot op heden zijn de rentebaten op peil gebleven, maar op een bepaald moment zal het effect van de lagere krediettarieven merkbaar worden. De uitstaande kredieten betreffen immers voor een aanzienlijk deel langlopende vastrentende leningen.

Als onderdeel van hun liquiditeitsbuffer houden banken als veilig beschouwde schuldinstrumenten aan. Bij een verlaging van de ECB-beleidsrentes stijgt dit schuld papier doorgaans in waarde. In eerste instantie zijn lagere ECB-rentes dus positief voor banken. De baten uit deze schuldinstrumenten nemen echter af en worden in veel gevallen zelfs negatief naarmate deze schuldfaciliteiten worden doorgerold. Tot slot betalen banken nu al 40 bp voor overtollige reserves die ze bij de ECB parkeren. Voor het bankenstelsel van de eurozone in zijn totaliteit zijn de kosten nu nog relatief beperkt (circa 6% - 7% van de winst), maar de kosten zullen oplopen wanneer de ECB haar tarieven verlaagt. Bovendien zal de overtollige liquiditeit in het bankenstelsel toenemen, omdat de ECB vermoedelijk weer activa gaat aankopen.

Compenserende maatregelen

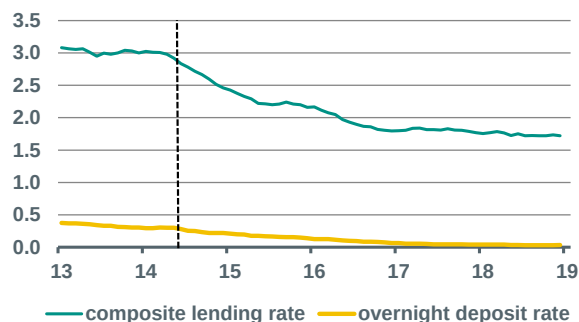
De ECB heeft verklaard dat zij de gevolgen van negatieve rentes op het bankenstelsel in de gaten houdt en, indien nodig, maatregelen neemt om de gevolgen te compenseren. Laten we twee maatregelen die de ECB in overweging zou kunnen nemen, nader bekijken. Aan beide mogelijkheden zitten echter haken en ogen.

De eerste optie betreft de invoering van een getrapte depositorente. De negatieve rente wordt dan slechts over een deel van de overtollige reserves van banken berekend. De kosten voor banken zouden hierdoor lager worden. Andere centrale banken in Europa hebben een dergelijk systeem al toegepast. In de eurozone is dit vanwege de grotere heterogeniteit echter moeilijk te realiseren. Tussen banken in de eurolanden zijn er in het bijzonder grote verschillen in overtollige liquiditeit. Als alle banken hetzelfde percentage overtollige reserves kosteloos bij de ECB kunnen aanhouden, zouden veel banken met slechts geringe overtollige reserves meer geld bij de ECB kunnen parkeren. En de prikkel hiervoor is aanwezig: ze kunnen kortlopend schatkistpapier met negatieve rente omzetten in liquide middelen bij de ECB tegen nulrente. Dit zou de baten van deze banken opkrikken, maar zou de markten voor kortlopende staatsobligaties ernstig verstoren. Vanuit het perspectief van de eurozone zou dit de opzet van het systeem dus kunnen compliceren.

Een tweede mogelijkheid betreft een gunstiger rentetarif en langere looptijd voor de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's). Ook hier zit er echter een addertje onder het gras: bepaalde banken blijven dan lang afhankelijk van leningen van centrale banken.

Eurozone: bankrente

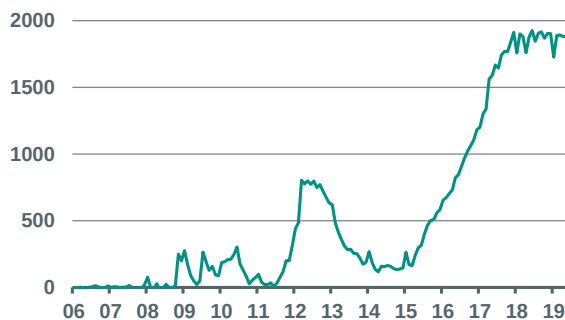
gemiddelde voor zakelijk en particulier krediet, %



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Eurozone: overtollige reserves van banken

EUR mld



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Rentemarges van banken blijven onder druk

De bovengenoemde maatregelen bieden geen uitkomst voor de slinkende rentemarges van banken als gevolg van het kleiner wordende verschil tussen debet- en creditrente. Om deze reden kunnen banken verdere verlagingen van de rente voor de depositofaciliteit wellicht niet in hun krediettarieven doorberekenen. Als gevolg hiervan duurt het langer voordat de renteverlagingen doorwerken in de reële economie. In deze situatie komt pas verandering als banken bereid zijn om voor particuliere creditgelden een negatieve rente te hanteren. Dit lijkt er in de nabije toekomst echter niet in te zitten.

Valutakoers is bepalend voor verdere renteverlagingen

Heeft het dan wel zin om de rente verder te verlagen? De belangrijkste reden om in de huidige situatie de rente voor de depositofaciliteit van de ECB verder te verlagen moet volgens ons worden gezocht in het streven om de koersstijging van de euro te limiteren mocht de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) besluiten de rente te verlagen. Als de ECB in dat geval niet het Amerikaanse voorbeeld volgt en de rente dus niet verlaagt, dan

zou de sterkere euro op de korte termijn de economische groei en de inflatie drukken. En dat is niet iets waar we op zitten te wachten.

Ervaringen van andere centrale banken

Andere centrale banken in Europa hebben hun beleidsrentes al dieper onder nul laten zakken, maar het verschil met de depositorente van de ECB is niet heel groot. De Zwitserse centrale bank hanteert een depositorente van -0,75% en de Deense centrale bank van -0,65%. De depositorente van de Zweedse centrale bank was -1,25% en is nu -1,1%, maar dit tarief is niet maatgevend voor de interbancaire rente in Zweden. Hierdoor is de Zweedse situatie niet vergelijkbaar met de werking van het monetaire beleid in de eurozone. Mocht de ECB haar depositorente met 20 bp verder verlagen tot -0,60%, dan komt het tarief heel dicht in de buurt van het laagste niveau van vergelijkbare rentes van andere Europese centrale banken. Overigens hebben de centrale banken van Zwitserland en Denemarken hun negatieve beleidsrentes gebruikt als instrument om hun munt naar het streefniveau te sturen.

Speelruimte is beperkt

Al met al zien we slechts beperkte ruimte om de ruimte verder te verlagen dan de 20 bp waarvan we in ons basisscenario uitgaan. Omdat de evenwichtsrente (het niveau waarop de rente de economische bedrijvigheid niet steunt en ook niet remt) waarschijnlijk heel laag blijft en de negatieve groeirisico's toenemen, impliceert dit dat de ECB op andere maatregelen is aangewezen. Activa-aankopen blijven volgens ons de komende tijd dan ook het belangrijkste beleidsinstrument van de ECB. Gezien de lastigere omstandigheden voor monetaire beleidsvorming is het pleidooi van ECB-president Draghi voor begrotingsstimulansen begrijpelijk.

--

Volgende week verschijnt er geen Macro Weekly, maar de week daarna pakken we de draad weer op.