

Het hoe en het waarom van een negatieve rente op de depositofaciliteit

M. Kasongo Kashama^(*)

Inleiding

Tijdens de zomer van 2014 heeft het Eurosysteem zijn inflatieprojecties voor het eurogebied tot en met 2016 neerwaarts herzien. De inflatievooruitzichten voor dit jaar zijn onder de drempel van 1 % gedaald; ze maken voortaan gewag van een zeer trage terugkeer naar een inflatie in de buurt van 2 %, d.w.z. een peil dat strookt met de definitie van prijsstabiliteit van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB). In de loop van augustus werd op de financiële markten eveneens een aanzienlijke daling van de inflatieverwachtingen op middellange termijn opgetekend. Bovendien gaven de dalende inflatiecijfers en de minder gunstige conjunctuurindicatoren, waaronder het bbp, aan dat het economisch herstel in het eurogebied aan snelheid inboette. In het licht van de gevaren die een langdurige periode van lage inflatie zou kunnen inhouden voor het handhaven van de prijsstabiliteit en meer in het algemeen voor het economisch herstel, heeft de Raad van Bestuur tijdens zijn vergaderingen van juni en september 2014 een reeks maatregelen genomen. Deze laatste omvatten onder andere een dubbele verlaging van de basisrentetarieven (voor één ervan tot een negatief peil), de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties en de aankoopprogramma's van asset-backed securities (ABS) en gedekte obligaties⁽¹⁾.

Een opvallende maatregel uit het voornoemde pakket is dat het Eurosysteem als eerste centrale bank van een groot muntgebied zijn bodembeleidsrente negatief heeft laten worden⁽²⁾. Derhalve werd de rente op de depositofaciliteit, die sinds juli 2012 op 0 % stond, vanaf 11 juni 2014 verlaagd tot -0,1 % en vanaf 10 september 2014 tot -0,2 %. Eenvoudig uitgedrukt, betekent die negatieve rente dat de banken moeten betalen om hun overtollige

liquiditeiten bij het Eurosysteem te stallen. Een goed begrip van die stap in het onbekende is des te relevanter omdat de huidige financiële omgeving van het eurogebied gekenmerkt wordt door een liquiditeitsoverschot op de geldmarkt en een persistente fragmentatie van het banklandschap.

Tegen die achtergrond beoogt dit artikel op synthetische wijze dieper in te gaan op de beslissing om de deposito's bij het Eurosysteem negatief te vergoeden. Daartoe wordt in het eerste hoofdstuk teruggekomen op de exacte draagwijdte van de in juni 2014 door de Raad van Bestuur aangekondigde negatieve rente, alsook op de rol die de rente op de depositofaciliteit speelt bij de monetairbeleidsimplementatie in het eurogebied. In het tweede hoofdstuk wordt vervolgens nagegaan wat de voornaamste redenen zijn voor de keuze van die maatregel tot monetaire versoepeling. In het licht van de vele vragen die naar aanleiding van de beslissing gerezen zijn, worden in de laatste twee hoofdstukken twee specifieke punten behandeld: 'worden de spaarders door een negatieve rente gestraft?' en 'brengt de negatieve rente kosten mee voor de banksector?'

^(*) De auteur dankt L. Aucremanne, J. Boeckx, M. de Sola Perea, J. De Wit en M. Dossche voor hun commentaren en suggesties bij dit artikel. De redactie van dit artikel werd afgesloten op 10 september 2014.

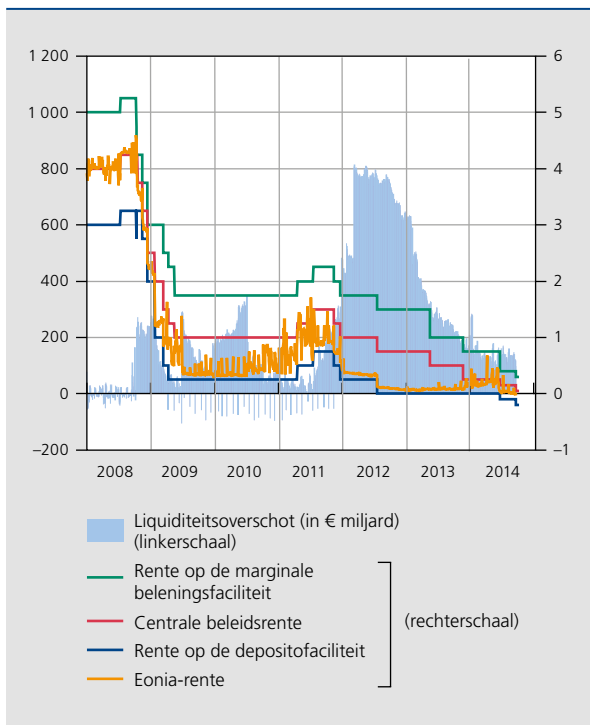
⁽¹⁾ Voor meer informatie over de in juni en september 2014 door de Raad van Bestuur genomen maatregelen, zie de persmededelingen van de ECB.

⁽²⁾ Er zijn in Europa drie precedenten voor de invoering van een negatieve depositorente: Zwitserland in de jaren zeventig, Zweden in 2009 en Denemarken van juli 2012 tot april 2014.

1. De rol van de rente op de depositofaciliteit

De Raad van Bestuur besloot de basisrentetarieven van het Eurosysteem tijdens de zomer van 2014 tweemaal te verlagen, in juni en september. Vooreerst werd de rente van de basisherfinancieringstransacties – de wekelijkse openmarkttransacties – teruggebracht van 0,25 % naar 0,15 %, en in september tot 0,05 %. Dat tarief bepaalt eveneens de kosten van de (gerichte) langerlopende herfinancieringstransacties. Daarnaast werd ook de rente op de marginale beleningsfaciliteit, die de banken de mogelijkheid biedt overnight liquiditeiten op te nemen teruggebracht van 0,75 % tot 0,4 %, en dan tot 0,3 %. Tot slot werd de vergoeding van de depositofaciliteit, die de banken in staat stelt hun liquiditeiten tot de volgende dag bij de centrale bank te stallen, teruggebracht van 0 % tot -0,1 %, alvorens verlaagd te worden tot -0,2 %. Om arbitrages te vermijden, geldt die negatieve rente in de praktijk ook voor de tegoeden die de banken, bovenop hun reserveverplichtingen, op hun rekening-courant bij het Eurosysteem aanhouden. In het licht van de twee voornoemde componenten is het dus het liquiditeitsoverschot als geheel dat aanleiding geeft tot een bewaarloon.

GRAFIEK 1 BELEIDSRENTETARIEVEN, GELDMARKTRENTES EN LIQUIDITEITSOverschOT IN HET EUROGEBIED
(daggegevens, in %, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

De geconsolideerde balans van het Eurosysteem biedt beter inzicht in het ontstaan van het liquiditeitsoverschot. Zoals zopas aangegeven, stemt dat overschot overeen met de door de banken bij het Eurosysteem aangehouden liquiditeiten, hetzij op de depositofaciliteit, hetzij op de rekening-courant bovenop hun reserveverplichtingen (cf. de groen omkaderde balansposten in grafiek 2). Volgens een alternatieve benaderingswijze komt het liquiditeitsoverschot ook overeen met het verschil tussen de in het kader van het monetair beleid verrichte nettoliquiditeitsinbreng door het Eurosysteem (cf. de blauw omkaderde balansposten in grafiek 2) en de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector (cf. de rood omkaderde balansposten in grafiek 2)⁽¹⁾. Vóór de financiële crisis (cf. 2007 in grafiek 2), was het liquiditeitsoverschot vrijwel gelijk aan nul; de banken verhandelden immers vlot hun overschotten en tekorten en ze verzochten het Eurosysteem enkel om herfinanciering ten belope van hun geconsolideerde behoefte. Als gevolg van de financiële onrust zijn de banken momenteel echter minder bereid elkaar krediet te verlenen. Als reactie heeft het Eurosysteem zijn liquiditeitsaanbod aanzienlijk versoepeld waardoor de tekortbanken zich tegen verruimde voorwaarden⁽²⁾ kunnen herfinancieren en de overschotbanken hun overtollige liquiditeiten kunnen beleggen op de depositofaciliteit of op de rekening-courant bovenop hun reserveverplichtingen. Zodoende beschikt de banksector over meer centralebankreserves dan nodig indien de interbancaire markt correct functioneert (cf. september 2014 in grafiek 2). In de huidige omstandigheden kan het liquiditeitsoverschot dus worden beschouwd als een indicator van de onderlinge wrijvingen tussen banken en de facto wijst het op de noodzaak van intermediaat via de balans van het Eurosysteem⁽³⁾. Als gevolg van de afname van de financiële spanningen na het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, is het liquiditeitsoverschot sinds medio 2012 trouwens fors teruggelopen. Die tendens kan meer in het bijzonder worden toegeschreven aan het volume van de vervroegde terugbetalingen van de bedragen die werden opgenomen bij de twee driejaars langerlopende herfinancieringstransacties.

- (1) De geconsolideerde liquiditeitsbehoefte ontstaat doordat de liquiditeitsverkrappende autonome factoren hoger liggen dan de liquiditeitsverruimende autonome factoren. Ze wordt bovendien versterkt door het bestaan van de reserveverplichtingen. Voor meer informatie, zie Boeckx en Ide (2012).
- (2) Die verruimde voorwaarden hebben betrekking op de kwantiteit, de prijs, de looptijd, maar ook op de waarborgen. Voor meer details betreffende de tijdens de crisis door het Eurosysteem genomen maatregelen, zie de laatste Jaarverslagen van de Bank.
- (3) Die interpretatie geldt enkel bij een vraaggedreven verloop van het liquiditeitsoverschot maar geldt niet langer wanneer de centrale bank het verloop van dat overschot bepaalt, bijvoorbeeld door grootschalige aankopen van activa.

GRAFIEK 2
GECONSOLIDEERDE EN VEREENVOUDIGDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM

(in € miljard)

Activa			Passiva		
	2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014		2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014
Autonome liquiditeitsverruimende factoren			Overheidsdeposito's		
Netto extene activa	323,7	584,2	Autonome liquiditeitsverkrappende factoren	629,6	972,6
Andere autonome factoren (netto)	106,5	-8,8	Bankbiljetten in circulatie	52,5	70,7
Monetairbeleidsinstrumenten			Rekening-courant		
Basisherfinancieringstransacties	263,6	111,2	Verplichte reserves	187,4	105,2
Langerlopende herfinancieringstransacties	183,3	381,4	Op de rekening-courant aangehouden tegoeden bovenop de verplichte reserves	1,9	88,5
Aankooppogramma's voor gedekte obligaties en programma's voor de effectenmarkten	0,0	195,4	Monetairbeleidsinstrumenten		
Marginale beleningsfaciliteit	0,2	0,1	Termijndeposito's	0,0	0,0
Totaal	877,3	1 263,6	Fintuningstransacties (netto)	5,4	0,0
			Depositofaciliteit	0,5	26,7
			Totaal	877,3	1 263,6

Bron: ECB.

(1) Gemiddelde van 2007.

Interessant is dat aan de hand van de analyse hierboven de eerste functie van de rente op de depositofaciliteit wordt belicht. Uit de geconsolideerde balans van het Eurosysteem blijkt immers dat, enerzijds, de banken van het eurogebied te allen tijde liquiditeiten bij de centrale bank kunnen plaatsen en, anderzijds, het Eurosysteem momenteel ook middelen leent aan de banken aangezien ze, op z'n minst, hun geconsolideerde liquiditeitsbehoefte bij haar financieren. Samen met de tarieven waartegen de banken bij de centrale bank geld kunnen opnemen, bepaalt de rente op de depositofaciliteit derhalve de intermediatiemarge van het Eurosysteem, naar analogie van de intermediatiemarge van de commerciële banken. Er zij aangestipt dat, in de praktijk, het verschil tussen de rente van de basisherfinancieringstransacties en die op de depositofaciliteit de meest relevante maatstaf van de intermediatiemarge van het Eurosysteem is. Dat geldt des te meer in een stelsel van vasterentetenders met volledige toewijzing van de inschrijvingen. Het verschil tussen de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de centrale beleidsrente blijft echter een van de factoren die de volatiliteit van de geldmarkttarieven bepalen. Precies om op de variabiliteit van de Eonia-rente te wegen (de Eonia-rente is de eendaags interbancaire rente voor het eurogebied), verlaagde de Raad van Bestuur in juni de

rente op de marginale beleningsfaciliteit van 0,75 % tot 0,4 %. Daardoor verkleinde sindsdien het verschil ten opzichte van de rente van de basisherfinancieringstransacties van 50 tot 25 basispunten.

De rente op de depositofaciliteit heeft, naast haar rol op het niveau van de intermediatiemarge van het Eurosysteem, een tweede belangrijke functie: Ze vormt de benedengrens voor de schommelingen van de Eonia. Dat komt doordat geen enkele bank ermee zal instemmen overnight geld aan een andere bank te lenen tegen een lagere rente dan die welke ze bij het Eurosysteem zou krijgen. Niet onbelangrijk is dat, in geval van een aanzienlijk liquiditeitsoverschot, die benedengrens de referentie voor de geldmarkttarieven wordt. In een dergelijke situatie daalt de Eonia-rente immers van een niveau dat – onder de in normale tijden geldende evenwichtige liquiditeitsvoorwaarden⁽¹⁾ – dicht bij de centrale beleidsrente ligt, tot een peil in de buurt van de bodembeleidsrente.

Kortom, de rente op de depositofaciliteit is een belangrijke hefboom in de monetairbeleidsimplementatie van

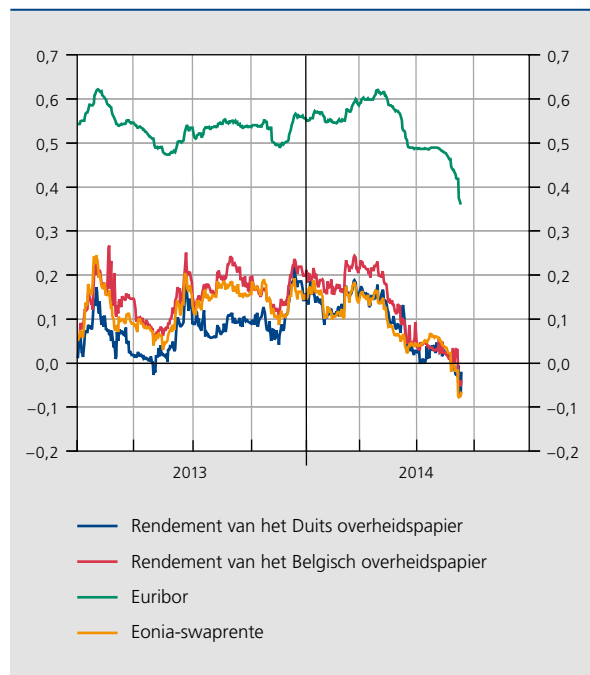
(1) Aucremanne, Boeckx en Vergote (2007).

het Eurosysteem, vooral in tijden van crisis. Er zij evenwel opgemerkt dat die rente niet onbeperkt kan worden verlaagd. Het bezit van liquiditeiten in de vorm van bankbiljetten – steeds ‘vergoed’ tegen 0% – is voor banken immers het ultieme alternatief voor het beroep op de depositofaciliteit. Een negatieve rente op die faciliteit is dus mogelijk, aangezien het bezitten van contant geld niet kosteloos en evenmin risicoloos is. Net als elk goed van enige waarde kunnen bankbiljetten zoek raken, gestolen of vernietigd worden. Er zijn ook kosten verbonden aan het vervoer en het opslaan ervan, in het bijzonder gelet op de bedragen die in het bankwezen van het eurogebied in het geding zijn. Hoe lager de rente op de depositofaciliteit, hoe interessanter evenwel de arbitrage tegen contant geld voor banken, waardoor het potentieel nutteloos wordt om die rente verder te verlagen. In de praktijk valt blijkbaar moeilijk uit te maken bij welke rente de substitutie door bankbiljetten begint te spelen. Het is evenwel zo dat President Draghi, tijdens de persconferentie volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur van september, aangegeven heeft dat de benedengrens van de rentetarieven bereikt was en dus geen verdere technische aanpassingen mogelijk zijn. Dat lijkt er op te wijzen dat, voor de Raad van Bestuur, 20 basispunten onder nul de effectieve ondergrens is van de rente op de depositofaciliteit.

2. De redenen waarom een negatieve rente wordt geïntroduceerd

Met de verlaging van de rente op de depositofaciliteit beoogt de Raad van Bestuur in de eerste plaats de monetairbeleidskoers nog meer accommoderend te maken. Zoals eerder vermeld, is de rente op de depositofaciliteit de referentierente op de geldmarkt in een situatie van liquiditeitsoverschot zoals dat sinds de financiële crisis bestaat. Door die rente te verlagen, heeft het Eurosysteem rechtstreeks op de Eonia gewogen, die het startpunt van het monetairbeleidsmechanisme is. Zo beliep de daggeldrente van juni tot midden september 2014 gemiddeld 0,04%, tegen 0,21% tussen februari en mei van dit jaar. Eind augustus en begin september daalde ze tot licht negatieve waarden, en dat voor de eerste keer in haar bestaansgeschiedenis. Terzelfder tijd daalden de geldmarktrentes op langere termijn; dat was reeds het geval sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in mei (waarna de mogelijkheid van extra maatregelen werd geopperd). Vanaf eind augustus werden ze daarenboven negatief, anticiperend op nieuwe monetairbeleidsmaatregelen in september. Zo noteerde de eenjaars Eoniaswap begin september rond -0,06%. Bovendien zijn ook sommige rentes op het overheidspapier van kernlanden van het eurogebied, zoals Duitsland of België, negatief geworden.

GRAFIEK 3 EENJAARS RENTE OP DE FINANCIËLE MARKTEN VAN HET EUROGEBIED
(daggegevens, in % per jaar)

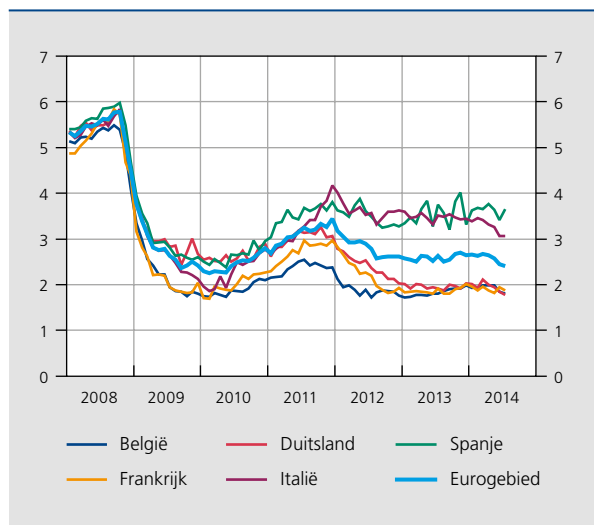


Bron: Thomson Reuters Datastream.

In het proces van de monetairbeleidstransmissie naar de economie, is de impact van de negatieve rente op de geldmarktrentes slechts de eerste schakel in een mechanisme dat uit diverse kanalen bestaat. In de huidige context verwacht het Eurosysteem een transmissie van de monetairbeleidsimpuls naar de rentetarieven op middellange termijn, versterkt door de forward guidance die waarborgt dat de beleidsrentes over een langere periode gehandhaafd blijven. In een economisch systeem zoals dat van het eurogebied, waarin ondernemingen en huishoudens zich voornamelijk via de banken financieren, wordt verwacht dat de nieuwe voorwaarden op de financiële markten bovendien neerwaartse druk op de bancaire debetrente zullen uitoefenen. In het bijzonder de in juni en september aangekondigde extra maatregelen, inclusief de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties, beogen een passende transmissie op het niveau van het bankwezen. Tegen die achtergrond is het bemoedigend dat de bancaire debetrentes voor niet-financiële ondernemingen sinds mei enigszins zijn gedaald, nadat ze maandenlang zogoed als stabiel waren gebleven. De algemene renteverlaging, zowel op de financiële markten als op het niveau van het bankwezen, zou – bij overigens gelijkblijvende omstandigheden – de bedrijfsinvesteringen en de gezinsbestedingen in fine moeten stimuleren en zodoende op termijn een hogere inflatie in de hand werken.

GRAFIEK 4**BANCAIRE DEBETRENTE IN VERSCHIEDENE LANDEN VAN HET EUROGEBIED**

(indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen⁽¹⁾, maandgegevens, in % per jaar)



Bron: ECB.

(1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de rentetarieven op leningen tot en met één jaar (inclusief langlopende leningen uitgegeven met een variabele rente en een initiële rentevaste periode van minder dan een jaar) en op door banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekte rekening-courantkredieten (cf. ECB, 2013).

Er zij bovendien aangestipt dat de beslissing om de rente op de depositofaciliteit negatief te maken, mogelijk een krachtig signaal afgeeft aan de marktdeelnemers. De maatregel beklemtoont immers dat de Raad van Bestuur bereid is alles in het werk te stellen – inclusief niet-conventionele maatregelen te nemen – om de dreiging van een langdurige periode van lage inflatie, of zelfs deflatie, af te wenden. Dat signaal houdt de geloofwaardigheid van de centrale bank hoog en zorgt er aldus voor dat de inflatieverwachtingen op middellange termijn steviger verankerd blijven.

Hoewel de wisselkoers op zich geen monetairbeleidsdoelstelling van het Eurosysteem is, werden vaak ook de voordelen van een transmissie van de negatieve rente via de wisselkoers van de euro naar voren geschoven. Uit dat oogpunt kan de algemene renteverlaging op de financiële markten binnen- en buitenlandse investeerders ervan afbrengen hun liquiditeiten te beleggen in het eurogebied. Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, zal de kapitaalstroom van het eurogebied naar economieën die hogere rendementen bieden, voor een depreciatie van de wisselkoers zorgen en, derhalve, voor een snellere terugkeer van de inflatie naar een niveau dicht bij 2%. Hoewel de euro tussen mei en 10 september 2014 zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met zowat 7%) als in effectieve termen (met ongeveer 4%) is gedeprimeerd,

kan moeilijk accuraat worden geraamd in welke mate de invoering van de negatieve rente aan die tendens bijdraagt; in juni en september werden immers ook andere monetairbeleidsmaatregelen aangekondigd, zoals de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties en de aankoopprogramma's van ABS's en gedekte obligaties. Gelet op de sinds medio 2012 sterke appreciatie van de euro ten opzichte van de andere valuta's blijft de wisselkoers bovendien een belangrijk en terecht aandachtspunt in de huidige context van lage inflatie.

Behalve het feit dat het monetair beleid werd versoepeld, heeft het negatief worden van de rente op de depositofaciliteit er eveneens voor gezorgd dat de interbancaire markt, na de verlagingen van de centrale beleidsrente, vlot kon blijven functioneren. Dit wordt verderop toegelicht.

Sinds november 2013 bedraagt het verschil tussen de rente van de basisherfinancieringstransacties en die op de depositofaciliteit 25 basispunten. Zoals eerder vermeld, is dat rente-ecart een maatstaf van de intermediatiemarge van het Eurosysteem. In normale tijden is een zekere intermediatie door de centrale bank een louter bijproduct van de monetairbeleidsvoering, maar in tijden van financiële crisis en in het bijzonder wanneer op de interbancaire markt grote onzekerheid heerst, wordt de intermediatie van de centrale bank een belangrijk onderdeel van die implementatie en draagt ze bovendien op een potentieel beslissende wijze bij aan de financiële stabiliteit. Treedt de centrale bank echter al te sterk op als intermediair, dan beperkt ze ook de stimuli tot intermediatie via de private sector en tot herstel van de interbancaire markt.

Ter verduidelijking: de situatie kan worden benaderd uit het oogpunt van twee representatieve banken. Bank A heeft een liquiditeitsoverschot en bank B een liquiditeits tekort. In dit vereenvoudigde voorbeeld kan bank A haar overtollige liquiditeiten hetzij bij het Eurosysteem stallen, hetzij ze op de interbancaire markt lenen aan bank B. Teneinde de nodige middelen te verkrijgen, beschikt bank B eveneens over de mogelijkheid om deel te nemen aan de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem (tegen afgifte van gepast onderpand). Zo is er een verband tussen het tarief waartegen bank B liquiditeiten bij de centrale bank kan opnemen en de rente die ze bereid is aan bank A te betalen om de middelen te verkrijgen. Het verschil tussen dit laatste tarief en de rente op de depositofaciliteit bepaalt daarentegen de keuze van bank A om al dan niet deel te nemen aan de interbancaire transactie. Hoe kleiner het verschil tussen de centrale beleidsrente en de bodembeleidsrente, hoe sterker de relatieve kosten van de intermediatie van het Eurosysteem verminderen en, bij

overigens gelijkblijvende omstandigheden, hoe sterker het aantal interbancaire transacties afneemt⁽¹⁾.

Al deze overwegingen rechtvaardigen de twee verlagingen van de rente op de depositofaciliteit (en het feit dat ze negatief wordt) tijdens de zomer van 2014, aangezien het de bedoeling van het Eurosysteem was zijn herfinancieringskosten te verminderen en de vraag naar de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties te stimuleren, zonder evenwel zijn intermediatiemarge te versmallen. Ook de bodembeleidsrente werd met andere woorden teruggebracht; er werd immers van uitgegaan dat een marge van minder dan 25 basispunten als gevolg van de verlaging van enkel maar de beleidsrente, een té negatieve invloed kon hebben op de interbancaire markt.

Uit de analyse hierboven blijkt, niet onbelangrijk, dat de negatieve rente op de depositofaciliteit in se de activiteit op de interbancaire markt niet stimuleert. Dat is het rechtstreeks gevolg van het feit dat de relatieve intermediatiekosten van het Eurosysteem voor de banksector ongewijzigd zijn gebleven na juni. Bovendien worden banken met een liquiditeitsoverschot er niet meer toe aangezet zich te ontdoen van hun overtollige liquiditeiten (bijvoorbeeld via interbancaire leningen), aangezien de nieuwe monetaire voorwaarden in principe doorwerken in alle categorieën activa en passiva. In het licht van de economische en financiële realiteit, dient die analyse echter te worden genuanceerd. In de praktijk kan het eventueel trachten te ontsnappen aan het door het Eurosysteem ingevoerde bewaarloon toegeschreven worden aan verscheidene factoren. De mogelijkheid bestaat bijvoorbeeld dat sommige instellingen interne regels moeten naleven volgens welke het verboden is activa met een negatieve rente aan te houden, wat hen uitdrukkelijk verplicht alternatieven te vinden voor het stallen van liquiditeiten bij het Eurosysteem. Bovendien zijn de kredietinstellingen misschien minder geneigd om de negatieve rente af te wentelen op de depositeurrente van hun klanten. Tegen een dergelijke achtergrond zet het rendementsverschil tussen hun activa en passiva hen ertoe aan hun overtollige liquiditeiten van de hand te doen. Bovendien is, in het licht van de negatieve bodembeleidsrente, een zeker niet-lineair gedrag van de marktdeelnemers niet denkbeeldig. Het is dus in fine mogelijk dat de negatieve rente op de depositofaciliteit het op de interbancaire markt verhandelde volume toch stimuleert. In de huidige context kan dat echter moeilijk worden ingeschat voor zover ook andere door de Raad van Bestuur in de zomer genomen maatregelen het liquiditeitsbeleid van de banken kunnen beïnvloeden.

Een negatieve rente op de depositofaciliteit blijft een stap in het onbekende en doet derhalve tal van vragen rijzen.

Zoals in de vorige paragraaf wordt aangetoond, is het effect ervan op het volume van de interbancaire kredietverlening in theorie neutraal, hoewel sommige waarnemers de impact belangrijk noemen. In de twee hoofdstukken hieronder worden nog twee kwesties behandeld in verband met de beslissing om de bodembeleidsrente onder nul te doen dalen: 'Worden de spaarders door de negatieve rente gestraft?' en 'Brengt de negatieve rente kosten met zich voor de banksector?'.

3. Worden de spaarders door de negatieve rente gestraft?

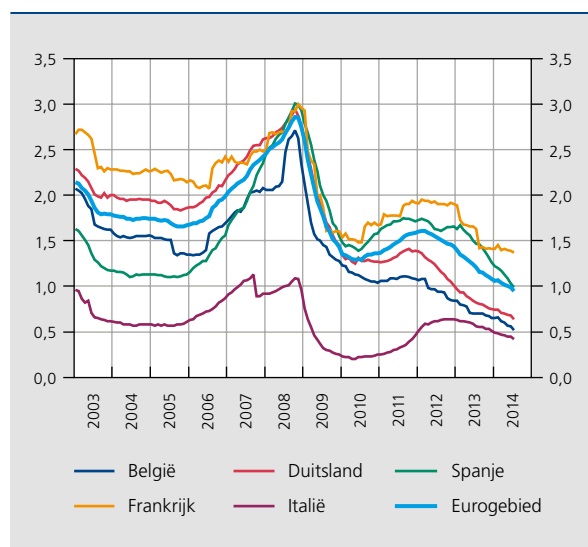
Een natuurlijk uitgangspunt om de situatie van de spaarders in het eurogebied te beoordelen, is het analyseren van het verloop dat wordt opgetekend door de vergoeding van hun deposito's bij de financiële instellingen. Net als de andere rentetarieven op de geld- en financiële markten, werden de tarieven ter vergoeding van de bankdeposito's van de huishoudens in de meeste landen van het eurogebied zeer sterk verlaagd tot hun huidige historisch lage niveaus⁽²⁾. Er wordt meer precies vastgesteld dat

(1) Mercier en Papadia (2011).

(2) De voorgestelde rentetarieven zijn afkomstig van de geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven van de monetaire financiële instellingen van het eurogebied (MFI Interest Rates – MIR). Er zij opgemerkt dat de niveaueverschillen tussen landen in zekere mate de voorkeuren inzake looptijden weerspiegelen, alsook de verschillende institutionele opzet op nationaal niveau. Ze moeten dus omzichtig worden geïnterpreteerd.

GRAFIEK 5 RENTE OP DE UITSTAANDE BANKDEPOSITO'S VAN DE HUISHOUDENS⁽¹⁾ IN DIVERSE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(maandgegevens, in % per jaar)



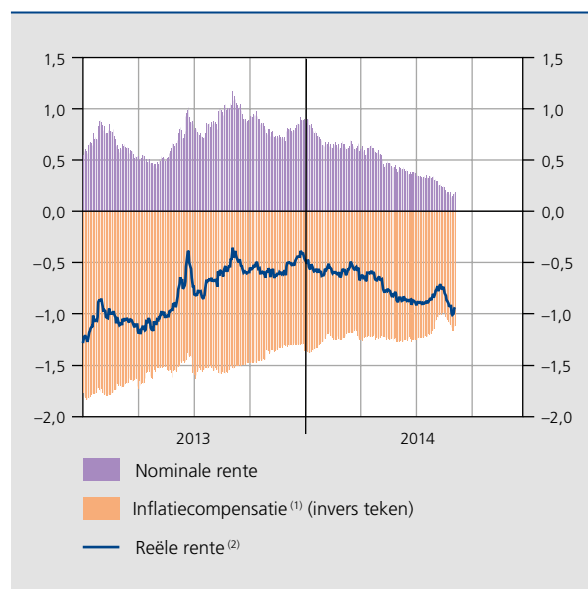
Bronnen: ECB, NBB.

(1) Synthetische rente gebaseerd op de gewogen gemiddelden van de rente op de uitstaande bedragen aan zichtdeposito's, deposito's met een opzegtermijn en termijndeposito's.

de in het najaar van 2008 en begin 2012 ingezette stevige neerwaartse tendens van de depositorente van de huishoudens strookte met het verloop van de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem. Bovendien daalde de gemiddelde rente op de spaargelden van de huishoudens in het eurogebied in juni en juli 2014 opnieuw. Kortom, de ontwikkelingen wijzen erop dat de als gevolg van de crisis door het Eurosysteem genomen rentebeslissingen, inclusief inzake de negatieve rente op de depositofaciliteit, wezenlijke neerwaartse druk uitoefenen op het rendement van de spaargelden. Voor de centrale bank is dat nieuws welkom aangezien de eigenlijke bedoeling van haar monetairbeleidsversoepeling erin bestaat het sparen voor de economische subjecten minder aantrekkelijk (en krediet interessanter) te maken. Door de rente te verlagen, wil het Eurosysteem dus niet zozeer de spaarders straffen dan wel de huishoudens en de ondernemingen ertoe aanzetten liever vandaag dan morgen hun geld uit te geven of te investeren; de diagnose is dat er op dit ogenblik te veel wordt gespaard om een economische opleving en sneller stijgende prijzen mogelijk te maken.

In het kader van die overwegingen zij opgemerkt dat, hoewel het Eurosysteem voor de nominale rentetarieven over een rechtstreekse hefboom beschikt, het in principe de reële tarieven zijn die relevant zijn voor de beslissingen inzake consumptie of investeringen. De reële rente stemt overeen met de nominale rente, verminderd met de compensatie voor de verwachte inflatie. In combinatie met een algemene daling van de inflatieverwachtingen, kan een verlaging van de nominale rente (eventueel tot onder nul) de reële tarieven derhalve onveranderd laten, of zelfs doen stijgen. In de praktijk hebben de reële tarieven sinds april 2013 trouwens een zekere opwaartse druk ondergaan als gevolg van de uitgesproken daling van de inflatieverwachtingen, dit ondanks het feit dat de beleidsrentetarieven in de loop van die periode herhaaldelijk werden verlaagd. De verhoging van de reële rente in het voorjaar en de zomer van 2013 was meer bepaald toe te schrijven aan een stijging van de nominale rente en aan een zekere verslechtering van de inflatievooruitzichten. Van november 2013 tot april 2014 werden zogoed als stabiele reële rentetarieven opgetekend, aangezien de verlagingen van de nominale rente gecompenseerd werden door een daling van de inflatieverwachtingen tijdens dezelfde periode. Conform het principe van Taylor – volgens hetwelk een centrale bank in het licht van een daling/stijging van de inflatieverwachtingen de nominale rente meer dan proportioneel moet doen dalen/stijgen teneinde de reële rente in de passende richting te sturen en de economische stabiliteit te herstellen⁽¹⁾ – wettigt die vaststelling op zich al het in juni aangekondigde en in september versterkte maatregelenpakket, dat inderdaad geleid heeft tot een daling van de reële rente.

GRAFIEK 6 OPSPLITSING VAN DE REËLE RENTE OP VIJFJAARS DAGGELDRENTESWAPS
(daggegevens, in % per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, NBB.

(1) Gemeten aan de hand van swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken voor een periode van vijf jaar.

(2) Berekend als het verschil tussen de nominale rente en de inflatiecompensatie.

Kort gezegd, is – uit een algemeen macro-economisch oogpunt – de renteverlaging gerechtvaardigd vanwege de voor de opleving van de bedrijvigheid en de inflatie gunstige voorwaarden die ze creëert. Met andere woorden, een vandaag lage rentevergoeding over de spaargelden werkt op middellange termijn een herstel van de economie in de hand en in fine hogere rentetarieven⁽²⁾. Om die redenen, en vanuit een langetermijnperspectief beschouwd, lijkt de lagere rente op de depositofaciliteit de huidige bezorgdheid of vrees van de spaarders niet te wettigen.

4. Brengt de negatieve rente kosten mee voor de banksector?

Hoewel sommige banken om de een of andere reden te kennen kunnen geven dat ze aan de negatieve rente op de depositofaciliteit willen ontsnappen (cf. supra), moet het liquiditeitsoverschot op het niveau van het bankwezen als geheel – dat een gesloten systeem is – hoe dan ook terugvloeien naar het Eurosysteem. Met andere woorden, voor een bepaald niveau van overtollige liquiditeiten kan de sector de uit een negatieve rente op de depositofaciliteit resulterende 'heffing' niet vermijden. In dit hoofdstuk

(1) Voor meer informatie over dit principe, zie met name Taylor (1999).

(2) Voor meer informatie over de oorzaken en gevolgen van een lage rente, zie Boeckx, Cordemans en Dossche (2013).

wordt getracht meer gedetailleerd na te gaan in welke mate de betaling van het bewaarloon kosten voor de banksector met zich kan brengen.

Zoals eerder toegelicht, fungeert het Eurosysteem voor de kredietinstellingen in zekere zin als een bank; de kredietinstellingen deponeren er immers liquiditeiten, maar nemen er ook voortdurend middelen op. Rekening houdend met de totale positie van de banksector, zijn de kosten die gepaard gaan met het feit dat de rente op de depositofaciliteit onder nul daalt, derhalve onlosmakelijk verbonden met de voordelen van de gelijktijdige verlaging van de rente van de herfinancieringstransacties en van die op de marginale beleningsfaciliteit. Uit het oogpunt van de in het eerste hoofdstuk van dit artikel toegelichte geconsolideerde balans van het Eurosysteem, blijkt onmiddellijk dat de banksector nettodebiteur is ten opzichte van het Eurosysteem. Anders gezegd, het bedrag dat hij opneemt via de herfinancieringstransacties en via het beroep op de marginale beleningsfaciliteit is groter dan de bij het Eurosysteem gestalde liquiditeiten. Die situatie doet zich constant voor – dus niet enkel in tijden van crisis –, aangezien er een geconsolideerd liquiditeitstekort is dat enkel kan worden aangezuiverd via leningen bij het Eurosysteem (cf. supra). In een dergelijke context is de verlaging van de corridor voor de beleidsrente (inclusief het negatief worden van de bodembeleidsrente) voordelig voor de banksector als geheel. Bij wijze van voorbeeld en gebruik makend van de cijfers van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem van 5 september 2014 mag worden gesteld dat de beleidsrentecombinatie die vanaf medio september zal gelden (–0,2 %; 0,05 %; 0,3 %) op jaarbasis nettoherfinancieringskosten van de banken bij het Eurosysteem met zich brengt ten belope van € 0,42 miljard, tegen € 0,97 miljard bij de corridor die begin juni van kracht was (0 %; 0,25 %; 0,75 %)⁽¹⁾.

Voor die boekhoudkundige analyse wordt de realiteit uiteraard vereenvoudigd voorgesteld. De redenering moet in twee opzichten worden genuanceerd.

Om te beginnen, schetst de analyse een algemeen beeld van de situatie van de banksector. De impact van de gewijzigde corridor kan derhalve van bank tot bank verschillen, naargelang de instelling een liquiditeitsoverschot of -tekort laat optekenen. Dergelijke overwegingen gaan niettemin het kader van dit artikel te buiten. Toch zij beklemtoond dat het feit op zich dat het Eurosysteem de mogelijkheid

biedt om als intermediair op te treden, aan alle banken ten goede komt. Dat geldt in het bijzonder voor de meest kwetsbare onder hen, maar ook voor de solide instellingen met liquiditeitsoverschotten. Deze hebben immers, meer bepaald op het hoogtepunt van de crisis, profijt getrokken van de door de depositofaciliteit van het Eurosysteem geboden veilige haven. Er zij bovendien aangestipt dat ze veel baat hebben bij de op de financiële markten teruggekeerde stabiliteit dankzij, onder meer, de massale herfinanciering van de meest kwetsbare banken door de centrale bank.

Voorts is de analyse aan de hand van de geconsolideerde balans louter statisch. Vanuit een meer dynamische invalshoek is de impact van een negatieve rente op de rentabiliteit van de banksector moeilijker in te schatten. Zoals in het tweede hoofdstuk van dit artikel reeds summier is toegelicht, komt die mogelijke impact op de winst van de banksector tot stand doordat de banken er in een lagerentemgeving voor kunnen opteren de laatste rentedalingen niet te laten doorwerken in hun depositorente teneinde hun depositobasis niet in het gedrang te brengen. Worden de debetrente en de rendementen op de andere activa tegelijkertijd wél neerwaarts aangepast, dan komt de marge van de commerciële banken onder druk. Hoe sterk de marge eventueel krimpt, is uiteraard afhankelijk van de institutionele opzet van de diverse nationale banksectoren, inclusief de omvang van de kredietverlening tegen variabele rente, of nog, de beschikbare marge om de depositorente verder te verlagen. De banken kunnen de druk op de marge eventueel ook wegnemen door de rente voor nieuwe leningen op te trekken. Een dergelijke ontwrichting blijkt echter noch door de recente cijfers inzake de debetrente in het eurogebied, noch door de Deense ervaring met een negatieve depositorente⁽²⁾ te worden bevestigd.

Uit een oogpunt van algemeen evenwicht zij tevens aangestipt dat de economische stimulus die uitgaat van een negatieve rente op de depositofaciliteit (de monetaire versoepeling) ook bevorderlijk is voor de winstgroei van de banken. Zo mag worden beklemtoond dat de lage rentetarieven de vraag naar leningen van de huishoudens en de ondernemingen kan aanwakkeren. Het is dan ook mogelijk dat de toename van het kredietvolume de daling van de debetrente meer dan compenseert. Dankzij de lagere rente zal het aantal huishoudens en bedrijven met terugbetalingsproblemen naar verwachting teruglopen ten opzichte van een situatie zonder monetaire accommodatie. Interessant is bovendien dat, indien de institutionele factoren die een mogelijk nadelig effect bewerkstelligen van de negatieve rente op de bankmarge (bijvoorbeeld een groter aantal leningen tegen variabele rente) een grotere rol spelen, de monetaire versoepeling wellicht een gunstiger effect zal sorteren op de winst van de banken via de zojuist vermelde kanalen.

(1) Bij die berekening wordt er rekening mee gehouden dat de verplichte reserves vergoed worden tegen de centrale beleidsrente. Er wordt tevens verondersteld dat de op de langerlopende herfinancieringstransacties toepasselijke rente de rente van de basisherfinancieringstransacties is.

(2) Cf. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1339-negative-deposit-rates-the-danish-experience/>.

Conclusie

In het kader van de tijdens de zomer van 2014 aangekondigde maatregelen, heeft de Raad van Bestuur van de ECB zich op onbekend terrein begeven door alle deposito's van de commerciële banken bij het Eurosysteem boven hun reserveverplichtingen te vergoeden tegen een negatieve rente.

De verlaging – tot een negatief percentage – van de rente op de depositofaciliteit staat, vanwege de dubbele functie van deze laatste in de monetairbeleidsimplementatie, gelijk met een meer accommoderend monetair beleid. Daarnaast kunnen de stimuli om deel te nemen aan de interbancaire transacties worden gevrijwaard, terwijl de herfinancieringskosten van de banken bij het Eurosysteem worden verlaagd.

Hoewel een negatieve rente op de depositofaciliteit lage rendementen voor de spaarders impliceert, wordt een verlaging van de reële rente noodzakelijk geacht om de economische bedrijvigheid en, derhalve, de inflatie te ondersteunen. Dat maakt voor de toekomst bovendien

een terugkeer naar hogere rentetarieven mogelijk. Uit de analyse blijkt tevens dat de nettokosten voor herfinanciering van het bankwezen bij het Eurosysteem sinds begin juni gedaald zijn, hoewel de dynamische impact van de negatieve rente op de rentabiliteit van de banken moeilijker in te schatten is.

Tot slot zij aangestipt dat de efficiëntie van de verlaging, tot onder nul, van de rente op de depositofaciliteit in real time moet worden beoordeeld, gelet op de wisselwerkingen met alle andere in juni en september aangekondigde monetairbeleidsmaatregelen. In het bijzonder de in september 2014 van start gaande gerichte langerlopende herfinancieringstransacties zouden bevorderlijk moeten zijn voor een vlotte transmissie van de negatieve rente naar de reële economie. Bovendien wordt verwacht dat ze, in combinatie met de in oktober aanvangende aankoopprogramma's voor ABS's en gedekte obligaties, het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt aanzienlijk zullen vergroten, wat strookt met de bedoeling om het balanstotaal van het Eurosysteem naar het peil van begin 2012 te brengen, zoals aangegeven door President Draghi.

Bibliografie

Aucremagne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), 'Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-44, december.

Bindseil U. en J. Jablecki (2011a), *A structural model of central bank operations and bank intermediation*, ECB, Working Paper 1312.

Bindseil U. en J. Jablecki (2011b), *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB, Working Paper 1350.

Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 65-92, september.

Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-38, juni.

Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-55, juni.

Draghi M. (2014), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt, Germany, 4 September.

ECB (2013), 'Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation', *Monthly Bulletin*, 75-91, August.

ECB (2014), *Waarom heeft de ECB een negatieve rente ingevoerd?* (<https://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.fr.html>).

Mercier P. en Papadia F. (2011), *The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press, 1st edition.

NBB (2014), *Jaarverslag 2013*.

Taylor J.B. (1999), *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, NBER, Working Paper 6768.