

Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis

N. Cordemans
M. de Sola Perea

Inleiding

Door de economische en financiële crisis die tijdens de zomer van 2007 uitbrak, werd de risicoperceptie in de economie flink opwaarts bijgesteld en gingen de risico- en liquiditeitspremies op de kredietmarkten fors naar omhoog. Vanwege de aard van de crisis, werd de financiële sector bijzonder zwaar getroffen, zowel inzake financiering op de geldmarkt als inzake financiering op de obligatiemarkt, wat wellicht een impact had op de door banken aan ondernemingen en huishoudens geboden retailrentes. Zo kan ook de eind 2009 uitgebroken overheidsschuldencrisis een weerslag hebben gehad op de financieringskosten van de private sector voor zover de rente op overheidsobligaties geregeld als referentie wordt gebruikt voor de andere rentetarieven in de economie. De financiële crisis alsook de besmettingseffecten van de overheidsschuldencrisis op de banksector troffen bovendien de balansen van de bankinstellingen en wogen op hun liquiditeits- en solvabiliteitspositie, wat er hen mogelijkwerijs toe noopte hun kredietaanbod te beperken of hun rentemarge te verbreden.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel ingegaan op het recente verloop van de financieringskosten van de overheids- en private sector in het eurogebied. Daarbij wordt vooral aandacht geschonken aan het tijdens de crisis opgetekende proces van monetairbeleidstransmissie

via het rentekanaal en wordt onder meer nagegaan in welke mate dat rentekanaal de weerslag ondervond van de spanningen op de markten van de overheidsschuld. Daarnaast wordt stilgestaan bij bepaalde in het eurogebied genomen niet-conventionele monetairbeleidsbeslissingen (onbeperkte liquiditeitsverstrekking, langerlopende herfinancieringstransacties, aankopen van gedekte obligaties en, meer recentelijk, het programma voor de effectenmarkten). Terwijl sommige van die maatregelen de rente nog extra deden dalen, werden ze vooral ten uitvoer gelegd ter vrijwaring van de vlotte werking van het mechanisme van monetaire transmissie⁽¹⁾.

In het eerste deel van het artikel wordt nader ingegaan op de relatie tussen de monetairbeleidsbeslissingen van het Eurosysteem en de marktrentes. Het gaat daarbij om, enerzijds, het verband tussen de leidinggevende rentetarieven en de geldmarktrentes en, anderzijds, het verloop, tijdens de crisis, van de risicoloze rendementscurve, dat is de rendementscurve van overheidsobligaties van het eurogebied met een AAA-rating. In het tweede deel is sprake van de langlopende marktrentes mét kredietrisico. Behandeld worden de financieringskosten van de overheidssector en van de financiële en niet-financiële private sector alsook het verband tussen beide, zowel op het niveau van het eurogebied als op het niveau van de individuele lidstaten. Het derde deel, ten slotte, is gewijd aan de bancaire retailrentetarieven. Aan de hand van een econometrische analyse wordt nagegaan wat de impact is van de financiële crisis en van de overheidsschuldencrisis

(1) Trichet (2009).

op de credit- en debetrentetarieven, zowel in het eurogebied als in België. Het laatste deel bevat de conclusie.

Daarbij wordt gebruik gemaakt van gegevens die eind mei 2011 beschikbaar waren, behalve voor het laatste deel van het artikel dat gestemd is op gegevens die beschikbaar waren op het ogenblik dat de econometrische ramingen werden uitgevoerd, namelijk eind april 2011.

1. Monetair beleid en marktrentes

1.1 Leidinggevende rentetarieven en geldmarktrentes

Het Eurosysteem heeft enkel rechtstreeks vat op de zeer korte geldmarktrente. Die beïnvloeding gebeurt doorgaans door de liquiditeitsverschaffing zodanig aan te passen dat de Eonia-rente – de interbancaire daggeldrente in het eurogebied – zo dicht mogelijk aansluit bij de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties⁽¹⁾. Als gevolg van de spanningen die vanaf 9 augustus 2007 op de interbancaire markt opdoken, werd de Eonia-daggeldrente volatieler. Dankzij de wijziging in het tijdsprofiel van zijn liquiditeitsverstrekking – met name door de banken de mogelijkheid te bieden hun reserveverplichting te frontloaden –, is het Eurosysteem er echter in hoge mate in geslaagd tijdens de eerste fase van de crisis de Eonia-rente te blijven stabiliseren rond de centrale beleidsrente. Tijdens die periode werd de opwaartse rentecyclus overigens tijdelijk onderbroken, nadat het leidinggevende basisrentetarief in juni 2007 op 4 % werd gebracht. Het werd pas in juli 2008 opgetrokken tot 4,25 %, tegen de achtergrond van een aantrekkende inflatie en potentiële tweederonde-effecten.

Onmiddellijk na de faillietverklaring van Lehmann Brothers, op 15 september 2008, stortte de geldmarkt zogoed als ineen. Voor zover de financiële crisis een bedreiging vormde voor de reële economie en de prijsstabiliteit, zette deze situatie er de ECB toe aan haar tarieven ingrijpend te verlagen – met 325 basispunten tussen oktober 2008 en mei 2009 – en buitengewone monetairbeleidsmaatregelen te nemen, inclusief een beleid van liquiditeitsverstrekking tegen vaste rente en met volledige toewijzing. Een en ander droeg in hoge mate bij tot de val van de Eonia-rente tot een niveau lager dan het basisherfinancieringstarief. In het bijzonder het uitvoeren, door de ECB, van een reeks van drie herfinancieringsoperaties met een looptijd van een jaar, respectievelijk in juli, september en december 2009 zorgde

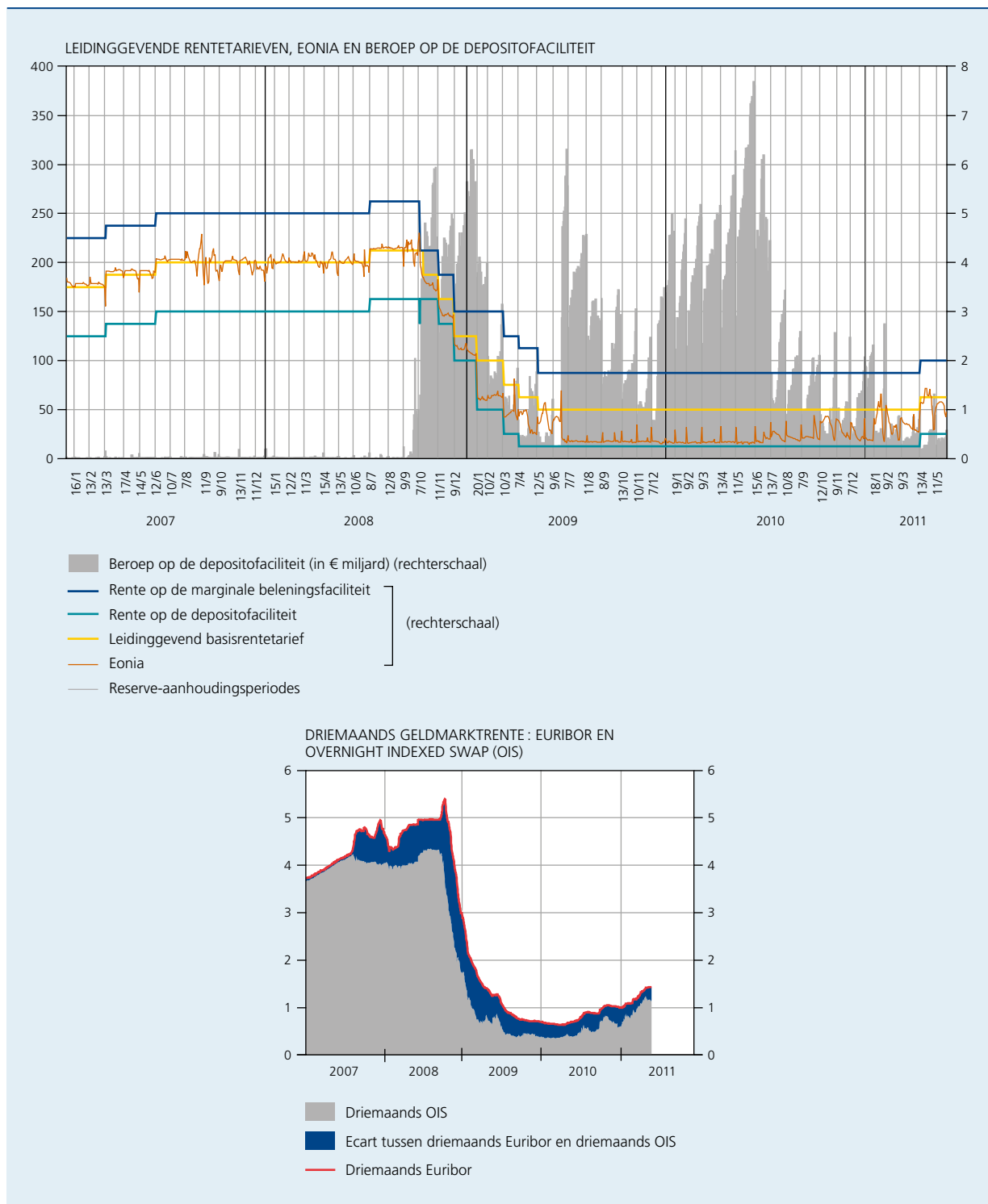
voor een ongekende toename van het liquiditeitsoverschot, wat tot uiting kwam in onder meer een massaal beroep op de depositofaciliteit en in de forse daling van de Eonia tot een niveau in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. Zo beliep de Eonia tussen juli 2009 en juni 2010 gemiddeld 0,35 %, terwijl het leidinggevende tarief slechts tot 1 % was teruggebracht. De aanpassing van de regels voor liquiditeitsverstrekking tijdens de crisis leidde derhalve tot een wijziging van het verband tussen het leidinggevende basisrentetarief en de interbancaire daggeldmarktrente die, gelet op de forse stijging van het liquiditeitsoverschot, nauwer ging aansluiten bij de rente op de depositofaciliteit. Naarmate de herfinancieringsoperaties met een looptijd van één jaar in juli, september en december 2010 hun vervaldatum bereikten, liep het liquiditeitsoverschot aanzienlijk terug, waardoor de Eonia opnieuw ging stijgen maar ook volatieler werd; in het eerste kwartaal van 2011 beliep ze gemiddeld 0,67 %. Begin april besloot de Raad van Bestuur zijn rentetarieven met 25 basispunten op te trekken in het licht van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Deze beslissing was gerechtvaardigd aangezien de inflatie begin 2011 versnelde tegen de achtergrond van de prijsstijgingen voor grondstoffen, en gelet op de signalen die het economisch herstel in het eurogebied bevestigden. Vanwege de nog steeds grote onzekerheid rond de gezondheidstoestand van de financiële instellingen, handhaafde de Raad evenwel zijn beleid inzake liquiditeitsverstrekking. Zoals in maart was aangekondigd, zullen alle herfinancieringstransacties aldus worden voortgezet in de vorm van vasterentetenders met volledige toewijzing, tot ten minste het begin van het derde kwartaal van 2011. De verhoging van de leidinggevende rentetarieven trok de Eonia naar omhoog, ondanks de continuering van het beleid van onbeperkte liquiditeitsverstrekking.

Door de terughoudendheid van de kredietinstellingen om aan elkaar krediet te verstrekken, liet de risicopremie tussen de driemaands Euribor en de driemaands Overnight Index Swap (OIS) vanaf het begin van de beroering op de geldmarkt in de zomer van 2007 een aanzienlijke stijging optekenen. Nadien evolueerde hij naargelang van de ernst van de onrust en begin oktober 2008 bereikte hij een hoogtepunt. Hoewel de ECB alleen maar rechtstreekse controle heeft over de zeer korte geldmarktrente, maakten de renteverlagingen waartoe ze besloot en de verschillende maatregelen die ze inzake liquiditeitsverstrekking nam, het mogelijk de driemaands risicoloze rente aanzienlijk te verlagen en terzelfder tijd de driemaands Euribor waartegen de banken elkaar krediet verstrekken op de interbancaire markt zonder onderpand, negatief te beïnvloeden. Vanwege de referentierol die de Euribor speelt voor kortetermijnleningen die worden verstrekt aan de niet-financiële private sector, had deze neerwaartse

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

GRAFIEK 1 BEROEP OP DE DEPOSITOFACILITEIT EN GELDMARKTRENTEN IN HET EUROGEBIED

(daggegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

ontwikkeling gevolgen voor de financieringskosten van ondernemingen en huishoudens; zo werkte zij de vlote transmissie van het monetair beleid in de hand. Vanaf

eind 2009 volgde de risicopremie blijkbaar in hoge mate de spanningen op de markten van de overheidsschuld. Tijdens het eerste kwartaal van 2011 daalde hij, maar die

daling werd grotendeels geneutraliseerd door een aan de verhoging van de Eonia-rente verbonden stijging van de risicoloze rente. Zo beliep de driemaands Euribor tijdens de eerste vijf maanden van 2011 gemiddeld 1,2 %, terwijl deze rente in de loop van de eerste helft van 2010 gemiddeld slechts 0,67 % bedroeg.

1.2 Monetair beleid en risicoloze langetermijnrente

Het monetair beleid heeft enkel een rechtstreekse impact op de zeer kortlopende rentetarieven, terwijl de langere rentetarieven, althans in normale omstandigheden, grotendeels autonoom op de markt tot stand komen. De verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, die afhankelijk zijn van met name het communicatiebeleid van de centrale bank, spelen daarbij echter een belangrijke rol. Tijdens de crisis voerde het Eurosysteem geen actieve communicatie rond het toekomstige verloop van de rentetarieven, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Amerikaanse Federal Reserve die, nadat ze de rentetarieven tot hun onderste grens had verlaagd, aankondigde dat ze van plan was die tarieven gedurende een lange periode op dat niveau te handhaven. Toch gaven de communicatie van het Eurosysteem rond de economische vooruitzichten en het feit dat er – althans aanvankelijk – geen opwaarts risico bestond voor de prijsstabiliteit aanleiding tot een reeks neerwaartse herzieningen van de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidskoers, met tot gevolg

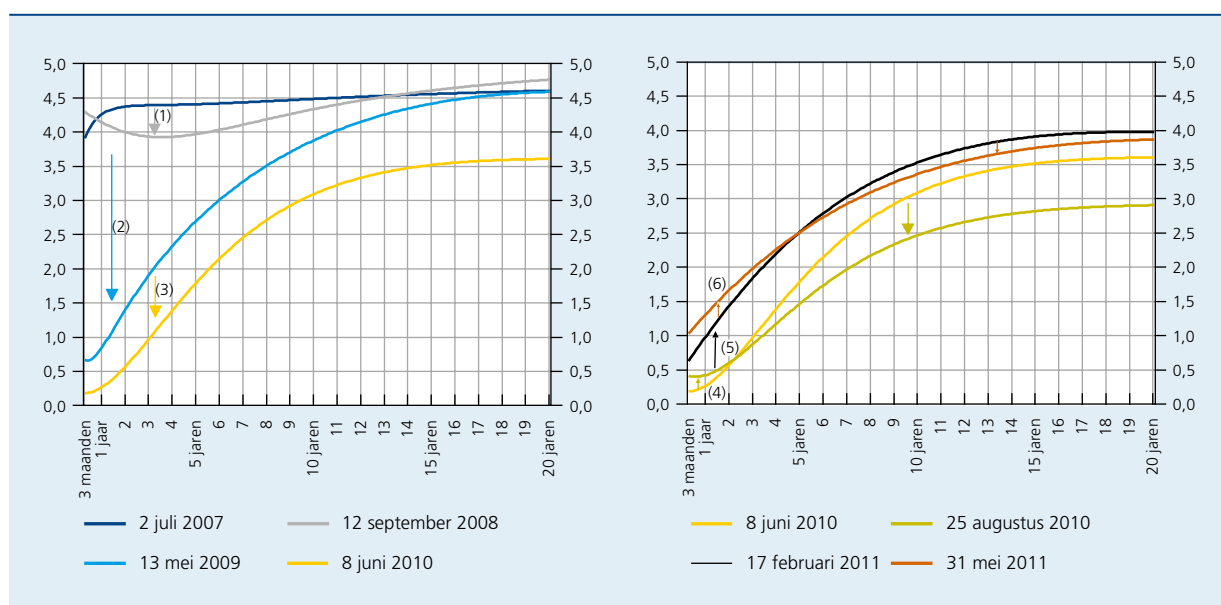
een daling van de langetermijnrente. De Federal Reserve keurde overigens een omvangrijk programma goed voor de aankoop van overheidseffecten met de bedoeling de langeretermijnrente te doen dalen. Het Eurosysteem voerde geen dergelijk buitengewoon beleid, maar via de liquiditeitsverstrekking op langere termijn – tot één jaar – kon het niettemin een duidelijke neerwaartse invloed uitoefenen op de rente op die horizon. Het is interessant om tegen die achtergrond het verloop na te gaan, tijdens de crisis, van de risicoloze rendementscurve – hier afgemeten aan het rendement van de AAA-genoteerde overheidsobligaties in het eurogebied.

Begin juli 2007 was de rendementscurve relatief vlak en licht positief als gevolg van, vooral, de verwachting dat de in 2005 door de ECB op gang gebrachte opwaartse rentecyclus – tussen december 2005 en juni 2007 werd de rente van de 2 naar 4 % getild – zich zou voortzetten. Sedertdien kunnen de voornaamste ontwikkelingen in vijf fases worden samengevat.

1. Ondanks de stijging van de korte rente naar aanleiding van de beslissing die het Eurosysteem in juli 2008 nam om zijn tarieven met 25 basispunten te verhogen, liet de rente op iets langere termijn een daling optekenen, wat getuigde van de verwachte economische vertraging en een neerwaartse herziening van de verwachtingen ten aanzien van de korte rentes, wellicht voor een deel als gevolg van de onrust op de financiële markten.

GRAFIEK 2 RISICOLOZE RENDEMENTSCURVE

(rendement van de AAA-genoteerde overheidsleningen in het eurogebied voor een continuüm van looptijden, in procentpunt)



Bron: ECB.

2. Parallel met de renteverlagingen van de ECB en met de goedkeuring van een eerste reeks buitengewone maatregelen, zakten de korte rentes letterlijk in, wat leidde tot een forse toename van de helling van de rendementscurve. Dat de rendementscurve steiler wordt, is normaal in een periode waarin het monetair beleid wordt versoepeld, maar die beweging bleek tijdens de crisis sterk uitgesproken vanwege de snelheid en de omvang van de monetaire versoepeling. Reeds op 13 mei 2009 – datum waarop de eerste herfinancieringstransacties tegen een rente van 1 % werden verricht –, beliep de driemaands rente voor risicoloze overheidseffecten 0,67 %, dat was iets minder dan de rentetarieven op de gewaarborgde interbancaire markt en een gevolg van een «vlucht naar kwaliteit» waar de meest veilig geachte overheidseffecten voordeel uit haalden.
3. Als gevolg van de drie herfinancieringstransacties met een looptijd van een jaar en de daaruit voortvloeiende forse toename van het liquiditeitsoverschot, bleven zowel de driemaands rente als de rentetarieven op middellange termijn teruglopen. Door de persistent grote onzekerheid en de verscherping van de overheidsschuldencrisis, sleepten ze in hun kielzog de langeretermijnrentes mee.
4. Toen de eerste transactie met een looptijd van een jaar haar vervaldag bereikte, wat tot uiting kwam in een forse verkleining van het liquiditeitsoverschot, begonnen de korte rentes licht te stijgen. In een nog steeds zeer onzekere context wat de snelheid van het internationaal economisch herstel betrof en vanwege mogelijke deflatoire risico's in de Verenigde Staten, bleven de rentetarieven op langere termijn evenwel teruglopen en tijdens de conferentie van Jackson Hole eind augustus 2010 bereikten ze een dieptepunt. De tienjaars rente voor risicoloze overheidsleningen in het eurogebied zakte op dat ogenblik tot 2,5 %.
5. De rentetarieven op lange termijn trokken begin 2011 fors aan, wat wees op betere groeivoorzichten en op het verdwijnen van de vrees voor deflatie. In de lijn van de stijging van de zeer korte geldmarktrente, vertoonden ook de korte rentes voor risicoloze overheidsleningen een opwaartse tendens. De vrij duidelijke stijging van de rentetarieven op middellange termijn wijst van haar kant op een aanzienlijke opwaartse herziening van de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, een toename die verband hield met de gewijzigde risico's voor de inflatie op korte en middellange termijn. Het vermelden waard is bijvoorbeeld dat de rendementscurve begin 2011 opnieuw concaaf werd.
6. Nadat de ECB in april besloten had haar leidinggevende tarieven met 25 basispunten op te trekken, bleven de korte rentes aan het begin van het tweede kwartaal stijgen. Door de toename van de onzekerheid op de financiële markten liep de risicoloze rente op langere termijn evenwel enigszins terug.

2. Marktrenten op lange termijn met kredietrisico

Als gevolg van de economische en financiële crisis stelden de deelnemers aan de financiële markten hun risicoperceptie opwaarts bij, waardoor de risico- en liquiditeitspremies op alle segmenten van de kredietmarkt flink naar omhoog gingen. Zo deed er zich tussen de kredietnemers, zowel op overheids- als op particulier niveau, een zeer duidelijke differentiatie van de financieringskosten voor. In dit deel gaan we in op het verloop, tijdens de crisis, van de verschillen in financieringskosten tussen de diverse sectoren. Na een overzicht van de situatie in het eurogebied, wordt de situatie in de respectieve landen geanalyseerd. Daarbij wordt aandacht besteed aan achtereenvolgens de overheidssector, de financiële private sector en de niet-financiële private sector. Wij gaan in het bijzonder na in welke mate de vanaf eind 2009 groter wordende verschillen in financieringskosten tussen de overheidssectoren gevolgen hadden voor de financieringskosten van de twee overige sectoren en we proberen aldus te beoordelen wat de weerslag was van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de private sector in het eurogebied.

2.1 Op niveau van het eurogebied

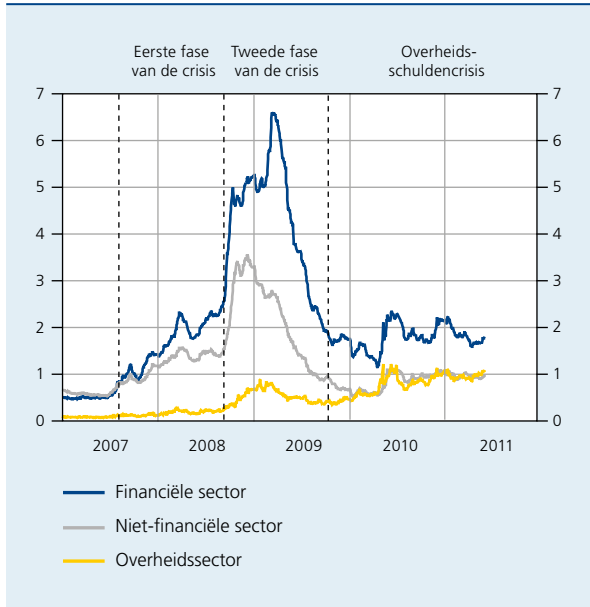
Reeds van bij de aanvang van de spanningen op de geldmarkt in de zomer van 2007, werden de renteversillen ten opzichte van de Duitse Bund met dezelfde looptijd⁽¹⁾ groter voor de obligaties van alle sectoren, en in het bijzonder voor de financiële sector waar de instellingen zware verliezen leden als gevolg van de crisis in de risicodragende hypothecaire kredieten die in de Verenigde Staten werden verstrekt (*subprime* leningen). Kort na het faillissement van Lehman Brothers in het najaar van 2008 werden die verschillen pas echt veel groter, maar vanaf maart 2009 verkleinden ze aanzienlijk tegen de achtergrond van een algemene opleving op de financiële markten.

Tijdens de eerste stadia van de crisis evolueerden de rendementsverschillen van de obligaties van de verschillende

(1) Bund is de afkorting voor de door Duitsland uitgegeven staatsleningen op lange termijn. Ze krijgen van alle ratingbureaus een AAA-rating en de rentetarieven ervan worden doorgaans als referentie beschouwd voor de volledige obligatiemarkt van het eurogebied.

GRAFIEK 3 RENDEMENTSVERSCHILLEN VOOR DE LENINGEN VAN DE PRIVATE EN DE OVERHEIDSECTOR IN HET EUROGEBIED T.O.V. DE DUITSE BUND

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

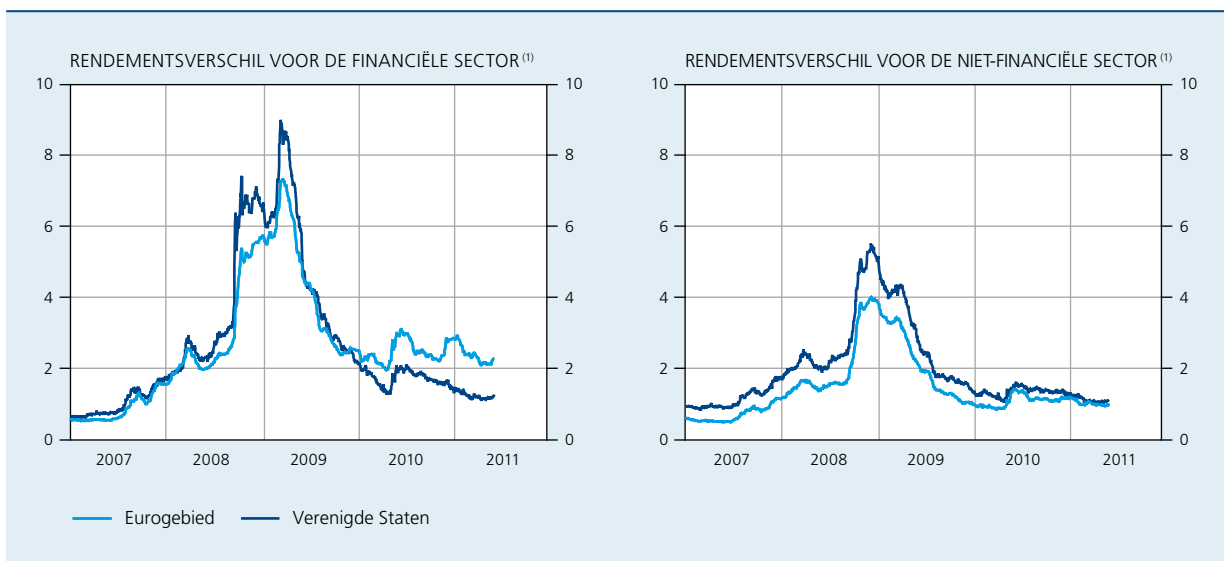
sectoren ten opzichte van de Bund grotendeels in dezelfde richting, zij het dat de amplitude van de bewegingen verschildte. In het najaar van 2009 luidde het

uitbreken van de overheidsschuldencrisis evenwel het begin in van een proces van gedeeltelijke ontkoppeling tussen de financieringskosten van de overheidssector en die van de niet-financiële private sector. Getuige daarvan is het verloop van het rendementsverschil voor de obligaties van beide sectoren. Parallel met de stijging van de financieringskosten van de overheidssector, brokkelde dat verschil compleet af voor de niet-financiële sector – in de loop van 2010 werd het zelfs tijdelijk negatief –, terwijl het ecart tussen de obligaties van de overheidssector en die van de financiële sector grotendeels gehandhaafd bleef.

Deze ontwikkelingen lijken erop te wijzen dat de overheidsschuldencrisis een duidelijke impact heeft gehad op de financieringskosten van de financiële sector, maar slechts een beperkte invloed op de rest van de private sector. Soortgelijke vaststellingen komen naar voren uit de vergelijking van de rendementsverschillen voor het eurogebied en de Verenigde Staten. Zo zijn de risico- en liquiditeitspremies waar de Amerikaanse financiële vennootschappen mee werden geconfronteerd ten opzichte van de Treasury bill, sedert eind 2009 verder teruggelopen, terwijl de aan de Europese financiële vennootschappen gevraagde premies ten opzichte van de Bund grotendeels ongewijzigd bleven. Voor de niet-financiële vennootschappen is er daarentegen duidelijk minder verschil tussen het verloop van het ecart ten opzichte van de risicoloze rente in het eurogebied en dat in de Verenigde Staten.

GRAFIEK 4 RENDEMENTSECART VOOR DE LENINGEN VAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Respectievelijk ten opzichte van de Duitse Bund (eurogebied) en de Amerikaanse Treasury Bill (Verenigde Staten).

Deze resultaten op het niveau van het eurogebied als geheel, hoe relevant ook, zijn evenwel vertekend doordat de grote landen – waarvan de financieringskosten door de overheidsschuldencrisis werden gedrukt – zwaar wegen in de indexcijfers en zij kunnen sterk uiteenlopende situaties verhullen in de afzonderlijke landen. Die verschillen worden geanalyseerd in de volgende paragraaf waarin, na een algemeen overzicht van de financieringskosten van de overheidssector, wordt nagegaan welke gevolgen de schuldencrisis heeft voor de kosten van marktfinanciering voor de financiële en niet-financiële private sector in de individuele lidstaten.

2.2 Op nationaal niveau

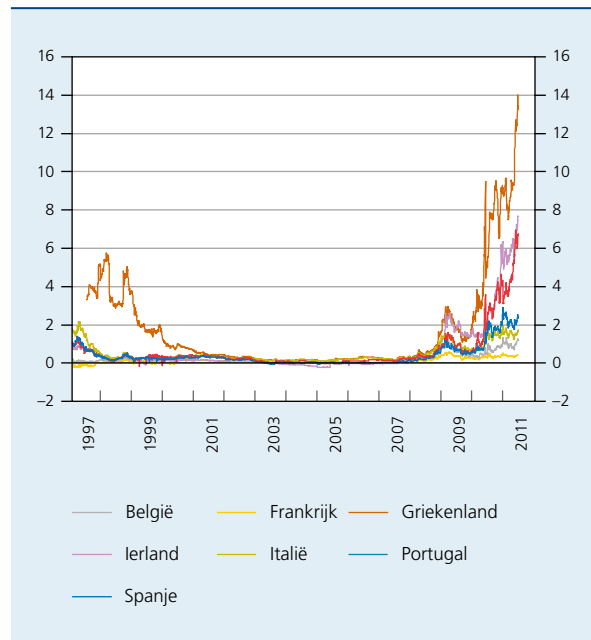
2.2.1 Overheidssector

Terwijl kort vóór de aanvang van de derde fase van de economische en monetaire unie, in januari 1999, de rendementen van de overheidsobligaties van ieder land snel hadden geconvergeerd naar het rendement van de Duitse Bund toe, deden zich vanaf de zomer van 2007 duidelijke renteversillen voor. Na het faillissement van Lehmann Brothers, namen de divergenties sterker toe en naar aanleiding van de verslechtering van het macro-economisch klimaat werden de factoren eigen aan de specifieke economieën belangrijker. Vanaf eind 2009 en het uitbreken van de overheidsschuldencrisis, werden de aan het kredietrisico verbonden factoren van de afzonderlijke landen doorslaggevend. Aanvankelijk wogen de moeilijkheden van Griekenland vooral op het rendement van de eigen overheidsobligaties, maar spoedig trad er een besmettingseffect op en ontstond er een klimaat van algemeen wantrouwen. De beleggers richtten zich vooral op effecten waar de minste risico's aan verbonden waren en op de meest liquide markten, waardoor de rendementsverschillen opliepen tot recordniveaus.

Door de onzekerheid verbonden aan de kosten voor de redding van de Ierse banksector, de vrees in verband met de politieke of macro-economische situatie in verschillende andere landen, de onduidelijkheid rond het toekomstig resolutiemechanisme voor crisissen in het eurogebied en de speculaties in verband met een mogelijke herstructurering van de Griekse schuld zijn de renteversillen sedert het najaar van 2010 blijven oplopen tot historisch hoge niveaus. Eind mei 2011 bedroeg het niet-gewogen gemiddelde renteversil ten opzichte van de tienjaars Duitse Bund ongeveer 340 basispunten (tegen gemiddeld 13 tijdens de periode gaande van 1 januari 1999 tot 31 juli 2007)⁽¹⁾. Bovendien gingen achter dit verschil zeer grote ongelijkheden schuil: in Griekenland beliep het ecart meer dan 1.320 basispunten, terwijl het

GRAFIEK 5 RENDEMENTSVERSCHIL VAN DE STAATSLENINGEN OP TIEN JAAR TEN OPZICHT VAN DE DUITSE BUND IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

in Frankrijk en Nederland respectievelijk slechts 41 en 32 punten bedroeg. In België kwam het eind mei 2011 op circa 120 basispunten uit, nadat het eind november 2010 opgelopen was tot bijna 140 punten.

2.2.2 Private sector

Tijdens de beginstadiën van de crisis weerspiegelde het verloop van de financieringskosten⁽²⁾ van de financiële en niet-financiële private sector de intrinsieke zwakheden van deze sectoren. Zo bereikten de rendementen van de obligaties van de Ierse financiële sector bijzonder hoge niveaus als gevolg van het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel in dat land. Weliswaar in mindere mate zag ook de Belgische financiële sector het rendement van zijn obligaties in het najaar van 2008 en begin 2009 fors naar omhooggaan. Een en ander hield verband met de moeilijkheden waar de grote banken

(1) Voor Oostenrijk, Frankrijk, België, Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje, Nederland en Finland.

(2) De hier bestudeerde gegevens zijn gemiddelden die gewogen zijn aan de hand van de emissiebedragen van de impliciete rendementen van korven niet-gedekte obligaties van financiële en niet-financiële ondernemingen. Zij geven de kosten van marktfinanciering weer voor de private sector van ieder land. Ze zijn er echter geenszins een perfecte indicator van in de zin dat slechts een handvol ondernemingen vertegenwoordigd zijn en dat de gegevens beïnvloed worden door de nieuwe uitgaven tijdens de referentieperiode. De lessen die uit deze analyse worden getrokken, moeten derhalve omzichtig worden geïnterpreteerd, vooral voor de kleinere landen waar weinig ondernemingen zich via de markt financieren. Om die reden is Griekenland in deze analyse buiten beschouwing gelaten.

Kader 1 – Programma voor de effectenmarkten (Securities Market Programme – SMP) en andere maatregelen van de ECB die bedoeld zijn om de goede transmissie van het monetair beleid te vrijwaren

Vanwege de referentierol die het rendement van de overheidsleningen speelt bij het vaststellen van de rente voor de kredietverlening aan de private sector (prijskanaal), de aanwending van overheidsobligaties door de banken als waarborg voor financiering op de geldmarkt (liquiditeitskanaal) en het belang van die obligaties op de actiefzijde van de balans van de kredietinstellingen (balanskanaal), speelt de vlote werking van de markt van de overheidsschuld een sleutelrol in het proces van de monetairbeleidstransmissie naar de reële economie in het eurogebied. In het licht van de toenemende ongerustheid bij de beleggers wat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in tal van landen betreft en de snelle stijging van de financieringskosten in heel wat lidstaten, keurde de Raad van Bestuur daarom, vanaf het voorjaar van 2010, een reeks maatregelen goed die erop gericht waren de goede werking van het transmissiemechanisme te vrijwaren.

Op 10 mei 2010, meer bepaald, besloot de Raad van Bestuur op de obligatiemarkten te interveniëren door een Programma voor de effectenmarkten op te starten (Securities Market Programme – SMP). In het kader van dat programma kan het Eurosysteem zowel op de overheids- als op de private secundaire obligatiemarkt van het eurogebied interveniëren teneinde de diepte en de liquiditeit te waarborgen van verstoorde marktsegmenten. Net zoals de andere buitengewone monetairbeleidsmaatregelen, is het programma tijdelijk van aard en ligt het volledig in de lijn van de primaire doelstelling van het Eurosysteem, namelijk het handhaven van de prijsstabiliteit op middellange termijn. Het programma streeft ernaar een vlote transmissie van het monetair beleid te bewerkstelligen, zonder daarom evenwel de koers van dat beleid te beïnvloeden. Zo worden de aankopen systematisch gesteriliseerd via specifieke absorptietransacties van de geïnjecteerde liquiditeiten. De aankopen in het kader van het programma voor de effectenmarkten hadden grotendeels plaats in de eerste weken die volgden op de inwerkingtreding van het programma.

Teneinde de bankinstellingen te behoeden voor de effecten van nieuwe ratingverlagingen, schortte de Raad van Bestuur bovendien de minimale beleenbaarheidsdrempel voor de door de Griekse en Ierse Staat uitgegeven of gewaarborgde schuldinstrumenten op. Dat gebeurde respectievelijk in mei 2010 en in maart 2011. Daardoor werden die schuldinstrumenten, ongeacht hun rating, aanvaard als onderpand voor herfinancieringstransacties bij het Eurosysteem. Deze beslissingen werden genomen omdat de bewuste landen een door de Raad van Bestuur geloofwaardig geacht programma voor economische en financiële aanpassing waren overeengekomen met de Europese Commissie en het IMF, wat meteen ook impliceert dat die opschortingen van de minimale beleenbaarheidsdrempel voorwaardelijk zijn aan de strikte uitvoering van die aanpassingsprogramma's.

Om, ten slotte, de kredietinstellingen van het eurogebied te verzekeren van een ruime toegang tot liquiditeit in het licht van het risico op een nieuwe verlamming van de interbancaire markt, voerde de Raad van Bestuur in mei 2010 opnieuw enkele maatregelen in die hij eerder had afgeschaft. Zo kregen de marktdeelnemers opnieuw de kans om liquiditeiten in Amerikaanse dollar te verkrijgen bij het Eurosysteem, werd in mei 2010 een eenmalige zesmaands herfinancieringstransactie verricht en gebeurden de driemaands transacties sedertdien opnieuw met volledige toewijzing.

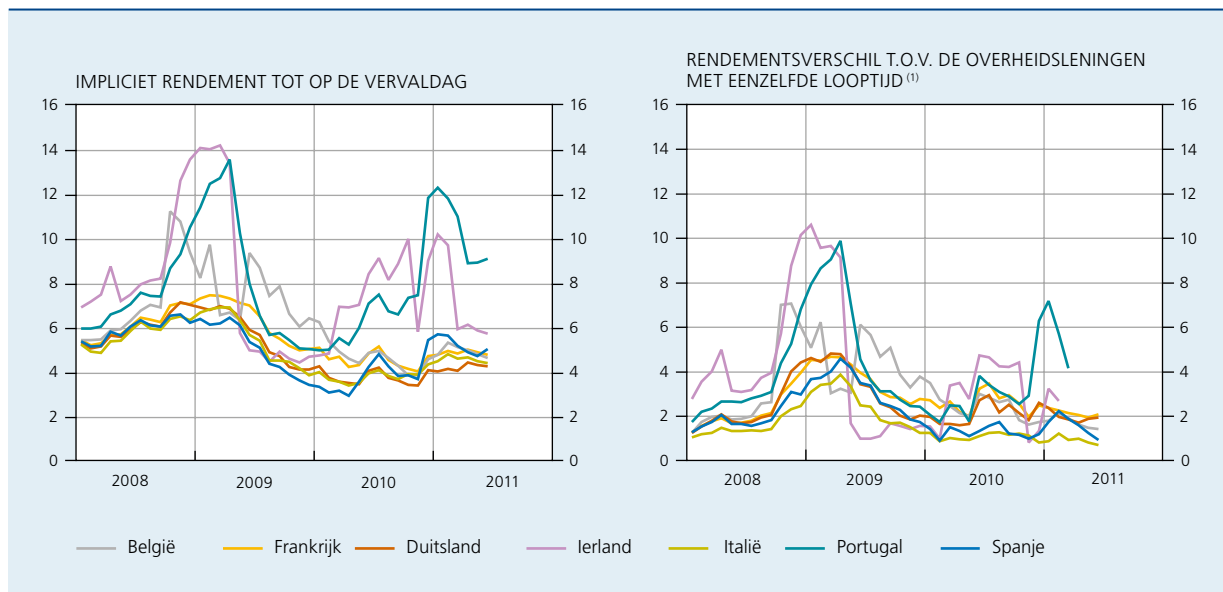
mee werden geconfronteerd. Wat de niet-financiële sector betreft, valt op dat de ecarts in financieringskosten tussen de verschillende landen veel kleiner zijn gebleven dan in de financiële sector. Vanaf begin 2009 onderscheidde enkel de Ierse niet-financiële sector zich duidelijk van de andere, wat in de lijn ligt van

de bijzonder ernstige teruggang van de economische bedrijvigheid in dat land.

Toen de overheidsschuldencrisis was uitgebroken, gingen de financieringskosten echter steeds meer de financiële gezondheidstoestand van de landen weerspiegelen, vooral voor de financiële sector. Algemeen beschouwd,

GRAFIEK 6 RENDEMENTEN VAN DE LENINGEN VAN DE FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, maandgegevens, in procentpunt)



Bron : Barclays Capital.

(1) Om te vermijden dat er zich een looptijdgebonden vertekening zou voordoen, zijn de hier gebruikte rendementen van de overheidsleningen zodanig geselecteerd dat de looptijden van de overheids- en private leningen zo goed mogelijk met elkaar overeenstemmen.

namen de financieringskosten van de financiële vennootschappen in de met moeilijkheden kampende landen aanzienlijk toe, terwijl ze in de financieel gezondere staten minder onder druk stonden. Zo liep de kost van marktfinanciering in de Spaanse financiële sector, die eind 2009 nog een van de laagste van het eurogebied was, in de loop van 2010 fors op, terwijl die in de Duitse financiële sector stabiel bleef. Het rechtstreeks verband tussen de financieringskosten van de overheids- en financiële sector blijkt overigens uit de vanaf het najaar van 2009 relatief stabiele rendementsverschillen tussen de obligaties van de financiële sector en die van de overheidssector.

Deze nauwe banden bevatten evenwel geen aanwijzingen van een causaliteit die, in het licht van de financiële crisis, in de beide richtingen moet worden beschouwd. Het is bijvoorbeeld duidelijk dat het in Ierland veel meer de redding van de financiële sector is die op de financieringskosten van de Staat weegt, terwijl het in Griekenland de bankinstellingen zijn die als allereerste de gevolgen ondergaan van het slecht beheer van de overheidsfinanciën in dat land.

Wat de niet-financiële sector betreft, zijn de verschillen inzake financieringskosten ten opzichte van de overheidssector veeleer kleiner geworden. In verschillende landen

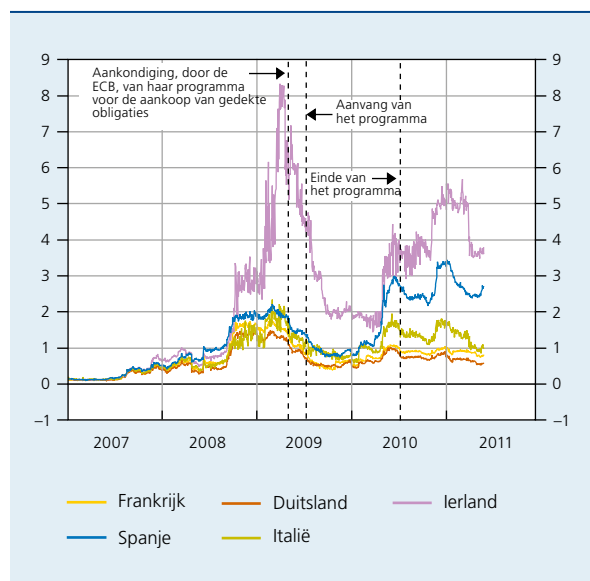
Kader 2 – Programma voor de aankoop van gedekte obligaties van de ECB

Naast de klassieke obligaties, zijn de gedekte obligaties in verschillende landen van het eurogebied belangrijke financieringsinstrumenten voor de banken. Kort na het faillissement van Lehman Brothers gingen de rendementen van deze laatste fors de hoogte in, waardoor de financiering van heel wat kredietinstellingen potentieel in het gedrang kwam. Tegen die achtergrond en teneinde de futloos geworden markt nieuw leven in te blazen, kondigde de Raad van Bestuur van de ECB op 7 mei 2009 de lancering aan van een programma voor de aankoop van gedekte obligaties (Covered bond purchase programme – CBPP). Dit programma, dat er op gericht was de bancaire kredietverlening aan de niet-financiële sectoren van de economie te ondersteunen, was uitgesmeerd

over de periode van 6 juli 2009 tot 30 juni 2010 en er werden activa aangekocht ten bedrage van nominaal € 60 miljard. Na de lancering van het programma, werden de rendementverschillen kleiner. In sommige landen namen het aantal emittenten en de uitstaande bedragen overigens gevoelig toe, waardoor hun markten voor gedekte effecten verdiepten en verruimden.

RENDEMENTSVERSCHIL VAN DE GEDEKTE OBLIGATIES

(looptijd 1-3 jaar, rendementverschil t.o.v. de Duitse Bund met dezelfde looptijd, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

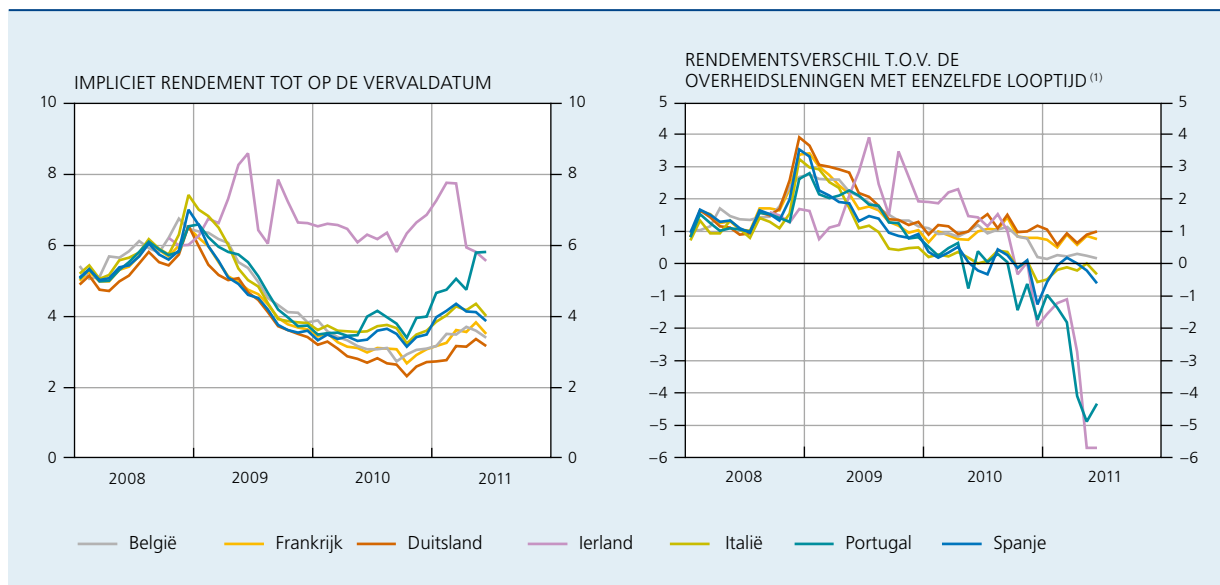
Naarmate de spanningen op de markten van de overheidsschuld in het voorjaar van 2010 opliepen, nam het rendement van de gedekte obligaties in de zwaarst getroffen landen (Ierland en Spanje) opnieuw fors toe, terwijl de Duitse en de Franse markten grotendeels gespaard bleven. Deze ontwikkelingen wijzen erop dat het aankoopprogramma van het Eurosysteem tijdens de eerste fase van de crisis gerechtvaardigd was door de intrinsieke problemen waar de markt van de gedekte obligaties in het hele eurogebied mee werd geconfronteerd – alle landen waren toen getroffen. Een dergelijk programma is daarentegen minder gerechtvaardigd in het geval van de overheidsschuldencrisis waarbij de verstoringen op de markten van de gedekte obligaties voornamelijk te wijten zijn aan problemen inzake de overheidsfinanciën van sommige lidstaten. In dat geval zijn de maatregelen die reeds werden toegelicht in Kader 1 gepaster.

heeft zich zelfs een zekere ontkoppeling voorgedaan tussen de financieringskosten van de niet-financiële en de overheidssector. Die loskoppeling is bijzonder duidelijk in de Staten die de meeste moeilijkheden inzake overheidsfinanciën ondervinden. Zo is het bijvoorbeeld interessant vast te stellen dat een bepaald aantal Portugese of Ierse ondernemingen zich momenteel financieren tegen een lager rentetarief dan dat waartegen hun respectieve

Staten zich financieren. Er zij ter zake evenwel opgemerkt dat de gebruikte indexcijfers soms slechts een zeer klein aantal ondernemingen bevatten, waarvan sommige dochtermaatschappijen zijn van grote internationale groepen. Die indexcijfers geven derhalve niet noodzakelijkerwijs de financieringskosten weer van het geheel van de ondernemingen van het land.

GRAFIEK 7 RENDEMENTEN VAN DE LENINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, maandgegevens, in procentpunt)



Bron : Barclays Capital.

(1) Om te vermijden dat er zich een looptijdgebonden vertekening zou voordoen, zijn de hier gebruikte rendementen van de overheidsleningen zodanig geselecteerd dat de looptijden van de overheids- en private leningen zo goed mogelijk met elkaar overeenstemmen.

De analyse van de aan marktfinanciering verbonden kosten voor de nationale private sectoren bevestigt aldus in hoge mate de conclusies van de analyse op het niveau van het eurogebied, namelijk dat de overheidsschuldencrisis een significante impact heeft gehad op de financieringskosten van de financiële sector, maar slechts een beperkte weerslag op de financieringskosten van de niet-financiële sector. Ze legt overigens de nauwe band bloot die op nationaal niveau wordt vastgesteld tussen de financieringskosten van de overheidssector en die van de financiële sector.

3. Retailrentetarieven

Zowel de monetairbeleidsbeslissingen als de impact van de financiële crisis en, meer recentelijk, de impact van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de banken zijn tot uiting gekomen in het renteverloop op de geld- en obligatiemarkten. Dat renteverloop kan echter op zijn beurt de rentetarieven hebben beïnvloed die de banken bieden aan huishoudens en ondernemingen. In deze paragraaf wordt ingegaan op de transmissie van rentewijzigingen tussen de marktrenten en de retailrentetarieven. Na een korte beschrijving van het verloop van de retailrentetarieven tijdens de crisis, wordt getracht de marktrente vast te leggen die relevant is voor het bepalen van ieder geanalyseerd retailrentetarief en wordt

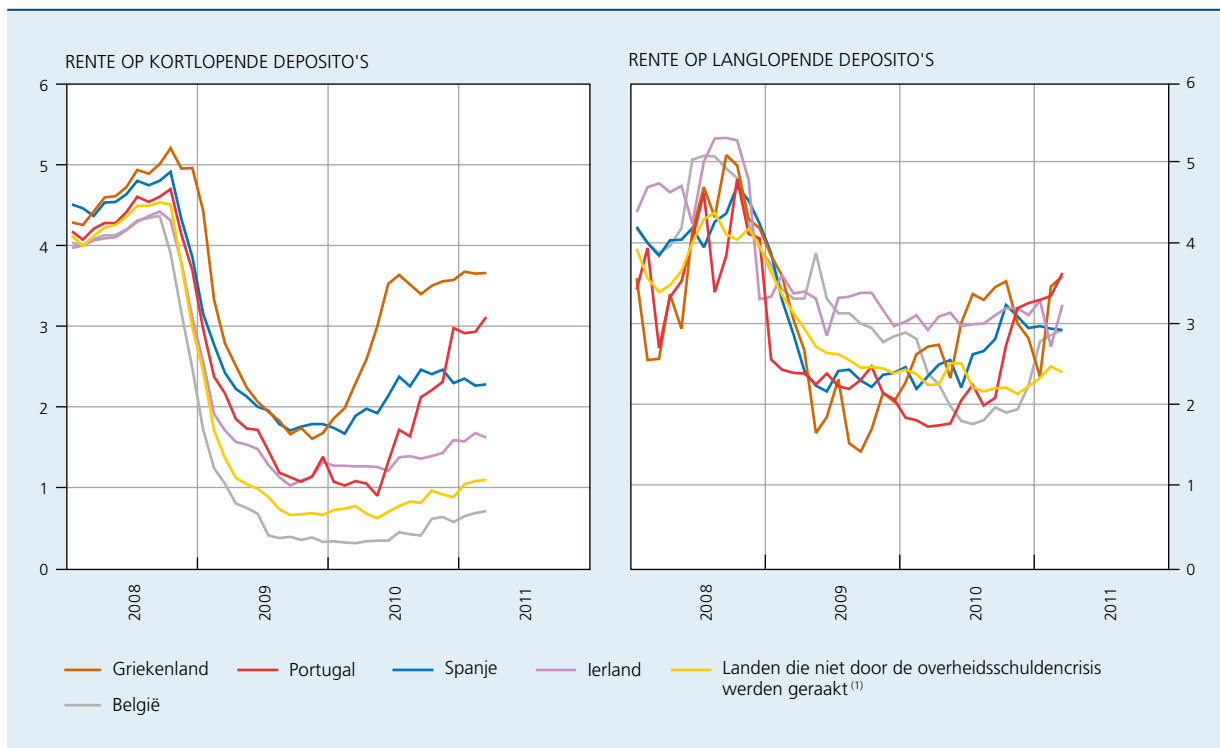
nagegaan welke implicaties dat verband heeft gehad voor de dynamiek van de transmissie tijdens de crisis.

3.1 Verloop van de retailrentetarieven in het eurogebied tijdens de crisis

De bancaire retailrentetarieven van de landen van het eurogebied hadden sedert de oprichting van de economische en monetaire unie aanzienlijk geconvergeerd, zowel voor de deposito's als voor de leningen. Ze werden echter in verschillende mate getroffen door de effecten van de financiële crisis en door de beroering op de markten van de overheidsschuld. Ze reageerden derhalve verschillend op de wijzigingen in de leidinggevende rentetarieven waartoe de ECB besloot. Het is de bedoeling in deze paragraaf het verloop van een en ander sedert begin 2008 te analyseren.

De in dit artikel voorgestelde retailrentetarieven zijn afkomstig van de geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven van de monetaire financiële instellingen van het eurogebied (MFI Interest Rates – MIR). De gegevens zijn sedert januari 2003 op maandbasis beschikbaar. Deze enquête vervangt de RIR-enquête (RIR staat voor Retail Interest Rate) die niet-geharmoniseerde statistieken over de bancaire rentetarieven verschafte⁽¹⁾. In het kader van deze analyse wordt gebruik gemaakt van de tarieven die de banken toepassen op de nieuwe contracten teneinde

GRAFIEK 8 KORT- EN LANGLOPENDE CREDITRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen : NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

een duidelijk zicht te krijgen op de rentewijzigingen in de tijd. Het gaat om synthetische rentetarieven die overeenstemmen met aan de hand van de bedragen van de nieuwe contracten gewogen gemiddelden van de tarieven die door de monetaire en financiële instellingen in ieder land worden toegepast. Zo wordt het niveau ervan beïnvloed door het relatieve gewicht van de looptijden van hun componenten: gelet op de positieve helling van de rendementscurve tijdens de crisis, ligt het gemiddelde rentepeil lager wanneer de korte looptijden zwaarder wegen, en omgekeerd. Derhalve weerspiegelen de niveauverschillen in zekere mate de voorkeuren van ieder land wat looptijden betreft, en ze dienen dus enigszins omzichtig te worden geïnterpreteerd. De reeks met betrekking tot de landen die niet door de overheidsschuldencrisis werden getroffen (Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland) is het gemiddelde (gewogen aan de hand van de bedragen die met de nieuwe contracten gemoeid zijn) van de bancaire rentetarieven die er worden toegepast. Dit artikel heeft betrekking op de periode januari 2007 tot maart 2011, de laatste maand waarvoor de gegevens beschikbaar waren op het einde van mei 2011.

(1) Voor een gedetailleerde beschrijving van de verschillen tussen de beide enquêtes, zie Baugnet en Hradisky (2004).

Net zoals de markrentes, lieten de korte rentes doorgaans een markanter verloop optekenen dan de lange rentes. Zowel de stijging van het leidinggevend rentetarief in juni 2008 als de opeenvolgende verlagingen ervan door de ECB vanaf oktober 2008 werden er dan ook sterker in doorberekend.

Wat de creditrentetarieven betreft, stemt de kortlopende depositorente overeen met de gemiddelde rente, gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, van de deposito's op minder dan een jaar die zijn gevormd door de huishoudens en de ondernemingen, terwijl de langlopende rente gelijk is aan de gemiddelde rente voor de deposito's op meer dan een jaar. De algemene neerwaartse tendens die in het najaar van 2008 inzette, bleek coherent met het verloop van de markrentes, hoewel er tussen de landen een zekere heterogeniteit inzake transmissie werd opgetekend. Zo nam vanaf het najaar 2008 de rentespreiding tussen de landen aanzienlijk toe, vooral voor de korte rente. Vanaf 2010 werd de spreiding bovendien nog groter als gevolg van de overheidsschuldencrisis: vanaf het begin van dat jaar liep de korte rente op in de landen die het zwaarst door de financiële moeilijkheden werden getroffen (in het bijzonder Griekenland, Spanje en Portugal), terwijl in de landen die het minst moeilijkheden

ondervonden, de stijging van de kortlopende deposito-rente recenter en veel minder uitgesproken is. Dit zou te maken kunnen hebben met het feit dat de kredietinstellingen in de zwaarst door de schuldencrisis getroffen landen de geldopvragingen willen beperken teneinde een essentiële financieringsbron in stand te houden en zodoende te vermijden dat hun balans steeds brozer zou worden.

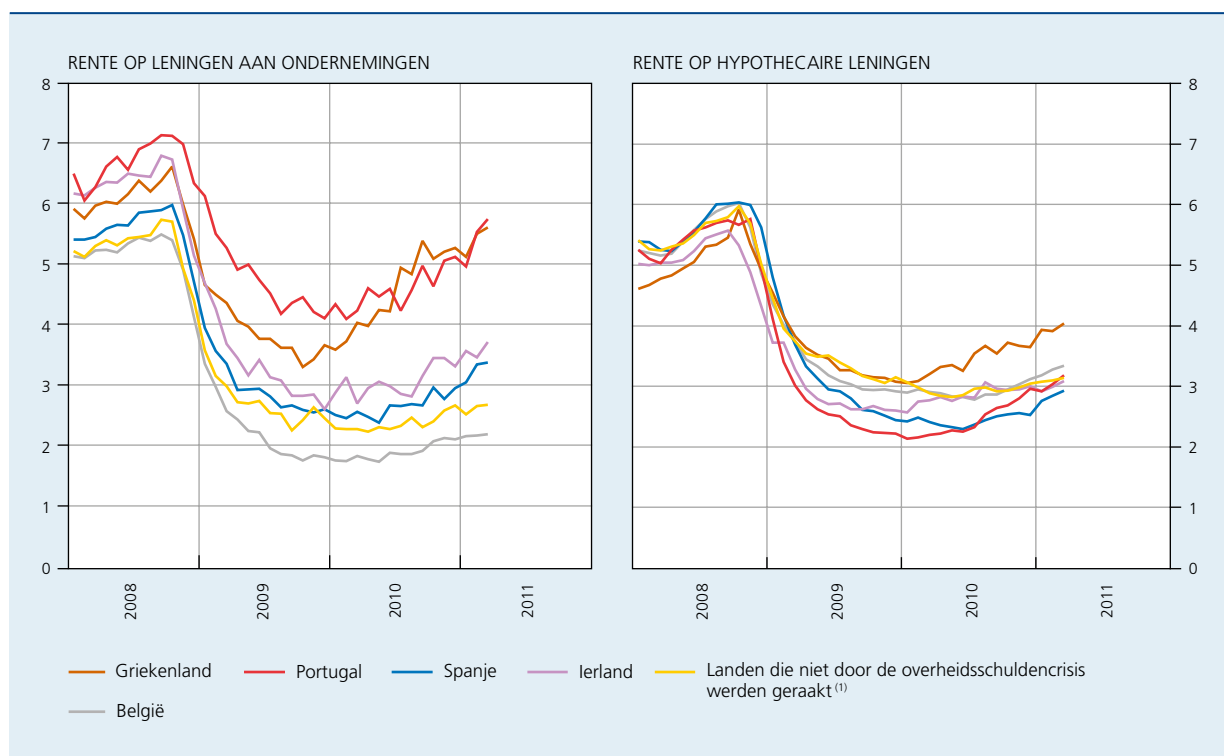
Wat de debetrentetarieven betreft, vertegenwoordigt de korte rente van de leningen aan niet-financiële vennootschappen de rentetarieven op minder dan een jaar voor de leningen waar bedragen van zowel meer als minder dan € 1 miljoen mee gemoeid zijn. Net zoals de kortlopende creditrente nam zij in de loop van 2008 toe, vooraleer bruusk in te storten als gevolg van de renteverlagingen door de ECB. Tijdens de neerwaartse fase werden de verschillen tussen de landen groter. Aanvankelijk bleven ze relatief beperkt en konden ze blijkbaar in hoge mate worden toegeschreven aan verschillen tussen de landen wat de gemiddelde looptijd betrof. Ze werden echter aanzienlijk groter vanaf eind 2009 en vooral aan het begin van 2010, toen de kredietinstellingen van de landen die het zwaarst door de overheidsschuldencrisis werden getroffen sterker dan de andere hun rentetarieven

optrokken, waardoor ze de stijging van hun financieringskosten afwentelden.

Ook de tarieven voor hypothecaire leningen met variabele rente en met een herziening op ten hoogste een jaar (hier beschouwd als kortlopende leningen) omvatten de tot oktober 2008 opwaartse tendens van de leidinggevende tarieven en de daling ervan sedertdien. De rentespreiding tussen de verschillende landen bleef echter veel beperkter, hoewel ze naar het einde van 2009 toe ook groter werd. Net zoals voor de kredieten aan ondernemingen, trokken de banken van de zwaarst door de overheidsschuldencrisis getroffen landen hun rentetarieven blijkbaar fors op dan de andere, maar de stijging was duidelijk minder uitgesproken dan voor de kortlopende kredieten aan ondernemingen.

De langlopende debetrentetarieven van hun kant stemmen overeen met de rente op de kredieten voor meer dan een jaar. Algemeen beschouwd, kon hetzelfde worden vastgesteld als voor de kortlopende debetrentetarieven. Ze volgden de tendens van de marktrentes, hoewel hun bewegingen minder uitgesproken waren omdat de lange marktrentes relatief stabiel zijn, en de spreiding nam toe tegen de achtergrond van de schuldencrisis. De in

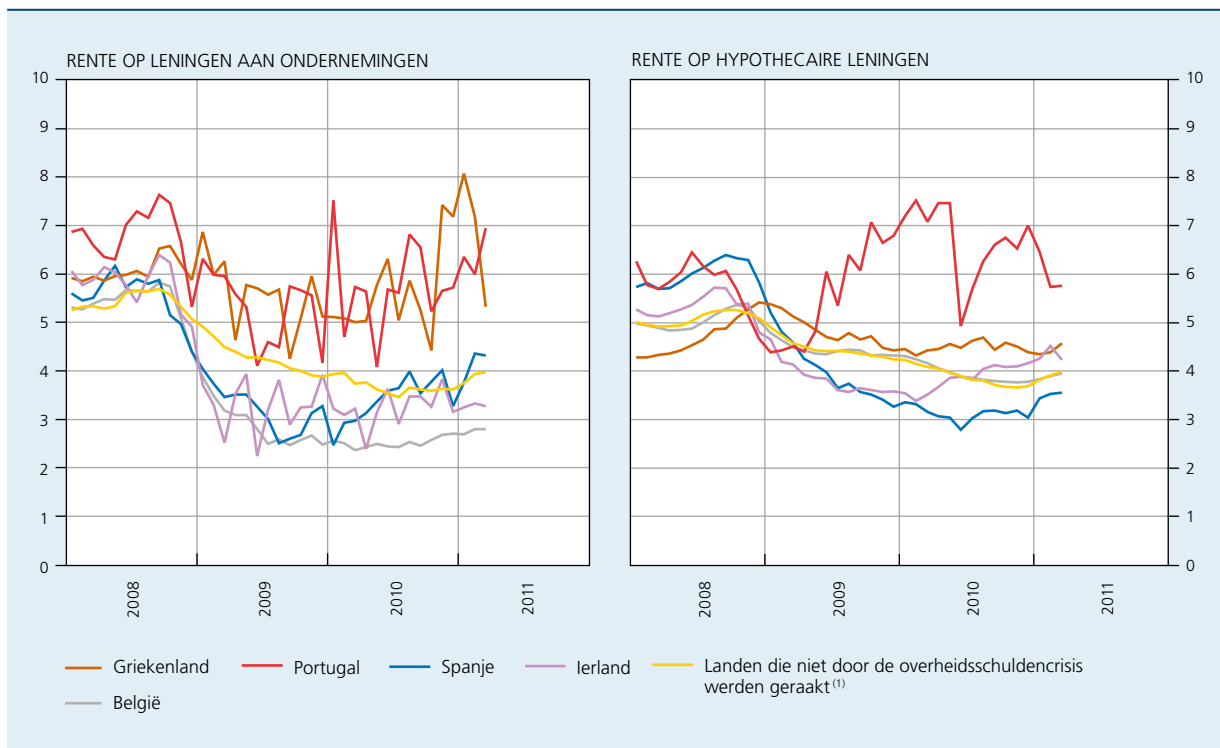
GRAFIEK 9 KORTLOPENDE DEBETRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

GRAFIEK 10 LANGLOPENDE DEBETRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

verschillende landen zeer volatiele rente op de kredieten aan ondernemingen, van haar kant, wordt verklaard door de geringe en volatiele bedragen die met dit type leningen gemoeid zijn. Het gewicht van de langlopende leningen in de landen die het zwaarst door de overheidsschuldencrisis werden getroffen, is immers vrij gering in vergelijking met dat van de leningen op korte termijn. Meer algemeen speelt de korte termijn in deze landen een doorslaggevende rol en de korte rentes zijn er derhalve veel belangrijker dan gemiddeld beschouwd in het eurogebied.

In België sluiten de retailrentetarieven doorgaans nauw aan bij die van de landen die niet door de overheidsschuldencrisis werden getroffen; soms liggen ze er zelfs onder. Het bijzonder lage peil van de aan de ondernemingen geboden korte rentes heeft te maken met het relatief zware gewicht van de zeer korte looptijden voor de leningen en de deposito's aan niet-financiële vennootschappen: de deposito's op minder dan een maand van de niet-financiële vennootschappen maken immers ongeveer 40 % uit van het geheel van de deposito's op minder dan een jaar en als gevolg van het feit dat dat ze gebaseerd zijn op een marktrente met een overeenstemmende

looptijd, oefenen ze een neerwaartse invloed uit op het geaggregeerde rentetarieef voor het geheel van de deposito's op minder dan een jaar. Zo ook heeft tussen 40 en 50 % van de kortlopende kredieten aan ondernemingen een looptijd van minder dan een maand. Bij de langlopende kredieten aan ondernemingen zijn ook de kortere looptijden relatief belangrijker, wat het lage synthetische tarief verklaart.

Dat de stijging van de Belgische rentetarieven sedert begin 2010 gematigd was, is coherent met de hierboven vermelde conclusie, namelijk dat de weerslag van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de Belgische banken tot dusver beperkt is gebleven, hoewel hij sedert eind 2010 de neiging vertoont zwaarder te worden.

3.2 Analyse van het transmissiemechanisme naar de retailrentetarieven tijdens de crisis

Om de transmissie van het monetair beleid tijdens de crisis te analyseren, moet eerst worden nagegaan of het verband tussen de marktrenten en de retailrentetarieven

tijdens die periode stabiel is gebleven. Daartoe moet men trachten te bepalen welke marktrentes relevant zijn om de vaststelling van de retailrentetarieven te verklaren.

Op basis van het tijdens de jaren voorafgaand aan de crisis erg vergelijkbare verloop van de marktrentes die in aanmerking komen om de retailrentes te bepalen, kan immers niet eenduidig worden uitgemaakt ten opzichte van welke referentierente de retailrentetarieven werden vastgesteld. Een van de gevolgen van de financiële crisis was evenwel dat de verschillen tussen de marktrentes met vergelijkbare looptijden groter werden, waardoor nauwkeuriger kan worden nagegaan welke rente relevant is om de retailrentetarieven vast te stellen. Dit kan zowel op de korte als op de langere tarieven worden toegepast. Zo is er sedert augustus 2007 een groot verschil tussen de Euribor en de OIS, terwijl de langlopende swaprente en de rente op overheidsleningen eind 2009 (en vooral vanaf 2010) sterker gingen divergeren naarmate de overheids-schuldencrisis verscherpte.

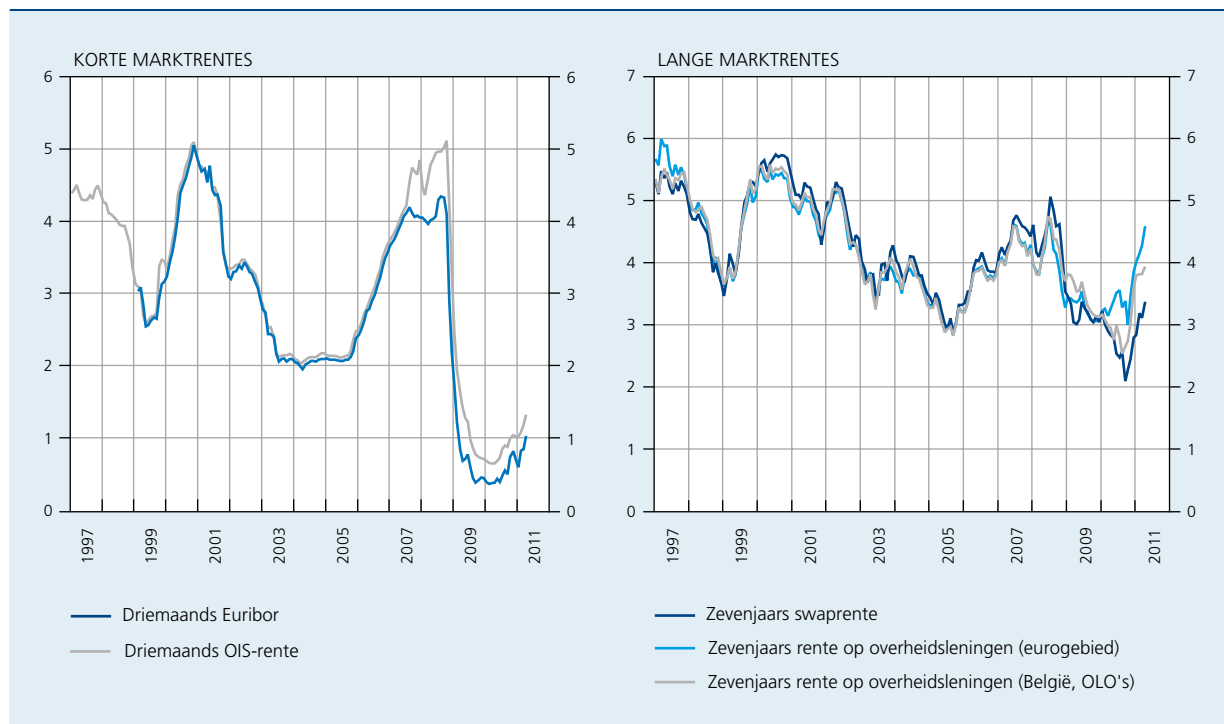
Op basis van de tijdens de crisis opgetekende verschillen tussen de marktrentes kan deze kwestie dus worden onderzocht. Die verschillen maken het ook mogelijk de eventuele aan de crisis te wijten verstoringen van het transmissiemechanisme van het monetair beleid te

analyseren, net als de mogelijke transmissie van de aan de crisis verbonden risicopremies. Indien uit de analyse blijkt dat de relevante korte rente de Euribor is, wijst dit er immers op dat de afwijking ten opzichte van de OIS afgewenteld werd op de retailrentetarieven, wat kan worden beschouwd als een verstoring van het transmissiemechanisme. Wat de lange rentes betreft, zou, als de relevante rente de rente op de overheidsleningen is, de overheidsschuldencrisis op haar beurt een factor zijn die het transmissiemechanisme verstoort.

3.2.1 Methodologie

Op grond van theoretische overwegingen wordt verwacht dat er een stabiel verband bestaat tussen de marktrentes en de retailrentetarieven en dat de causaliteit verloopt van de marktrentes naar de retailrentetarieven. In de praktijk kan deze hypothese worden getest door gebruik te maken van een vectormodel met foutcorrectie (vector error correction model – VECM), waarbij er wordt van uitgegaan dat er tussen beide tarieven op lange termijn een stabiel verband bestaat. Deze methode wordt vaak toegepast bij de analyse van de monetairbeleidstransmissie⁽¹⁾, aangezien dit type model het mogelijk maakt dat langetermijnverband te kwantificeren, de richting van de

GRAFIEK 11 KORTE EN LANGE MARKTRENTES



Bronnen: NBB, ECB.

Kader 3 – In dit artikel gebruikte marktrentes

- ▶ **Eonia (Euro OverNight Index Average)**: referentietarief voor de niet-gewaarborgde bankdeposito's met een looptijd van één dag in het eurogebied (daggeldrente). In normale tijden is het deze rente die de ECB tracht te sturen.
- ▶ **Driemaands Euribor (Euro Interbank Offered Rate)**: driemaands referentietarief voor de niet-gewaarborgde interbancaire deposito's. De driemaands Euribor wordt vaak gebruikt als referentietarief om de rente te bepalen van de leningen aan huishoudens en ondernemingen. De Euribor wordt eveneens berekend voor andere looptijden die begrepen zijn tussen één week en twaalf maanden. In dit artikel wordt ook de zesmaands Euribor gehanteerd.
- ▶ **Driemaands OIS-rente (Overnight Indexed Swap Rate)**: vaste rente betaald als tegenwaarde voor een stroom van betalingen gebaseerd op de daggeldrente Eonia over een periode van drie maanden. Ze geeft in hoofdzaak de marktverwachtingen weer ten aanzien van de daggeldrente voor de drie komende maanden. Het verschil tussen de driemaands OIS-rente en de driemaands Euribor geeft een indicatie van de omvang van het krediet- en liquiditeitsrisico op de niet-gewaarborgde geldmarkt. Dat renteverskil is derhalve een goede indicator van de spanningen op die markt. In dit artikel wordt eveneens gebruik gemaakt van de zesmaands OIS-rente.
- ▶ **Zevenjaars swaprente**: vaste rente betaald als tegenwaarde voor een stroom van betalingen gebaseerd op de zesmaands Euribor over een periode van zeven jaar. Deze rente wordt niet beïnvloed door het kredietrisico, maar door het risico dat een van de contracterende partijen in gebreke zal blijven. Er bestaan ook swaprentes voor andere looptijden.
- ▶ **Zevenjaars rente op overheidsleningen**: lange rente op overheidsleningen. Het verschil tussen de zevenjaars swaprente en de zevenjaars rente op overheidsleningen geeft een indicatie van de omvang van het krediet- en liquiditeitsrisico op de markt van de overheidsschuld.

causaliteit te bepalen alsook de overgangsdynamiek voor de beide variabelen in kwestie in kaart te brengen.

waarin br het bancaire retailrentetarief is; mr de als referentie gebruikte marktrente is; de coëfficiënten α de aanpassingssnelheden weergeven in de richting van het

Het geraamde formele verband is het volgende systeem :

$$\Delta br_t = \alpha_{br} (br_{t-1} - \beta mr_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \partial_{br,t-i} \Delta br_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{br,t-i} \Delta mr_{t-i} + u_{br,t}$$

$$\Delta mr_t = \alpha_{mr} (br_{t-1} - \beta mr_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \partial_{mr,t-i} \Delta br_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{mr,t-i} \Delta mr_{t-i} + u_{mr,t}$$

(1) Zie, bijvoorbeeld, Mojon (2000), Toolsema, Sturm en Haan (2002), Baugnet en Hradisky (2004), Sorensen en Werner (2006), ECB (2009).

langetermijnevenwicht; β de transmissiegraad op lange termijn meet; de verschillende coëfficiënten θ en δ de kortetermijndynamiek meten; en de u fouttermen zijn. De term tussen haakjes is de co-integratievector die het langetermijnverband tussen de tarieven weergeeft, terwijl de overige componenten van iedere vergelijking de kortetermijndynamiek beschrijven. De constante (γ) in de foutcorrectieterm maakt het, in dit eenvoudig model, mogelijk rekening te houden met andere factoren die de rentebepaling beïnvloeden en die in onze analyse niet worden gespecificeerd (bijvoorbeeld de graad van concurrentie tussen de banken). Het aantal vertragingen dat in elk model wordt gebruikt (n), wordt gekozen op basis van het informatiecriterium van Schwarz. Op lange termijn bestaat er een stabiel verband – een zogeheten «verband van co-integratie» – tussen de marktrente en het retailrentetarief en bovendien gaat de causaliteit van dit verband in de goede richting – dat wil zeggen van de marktrente naar het retailrentetarief – als α_{br} significant negatief is (hoe negatiever hoe sneller de aanpassing naar het langetermijnverband verloopt) en als, daarentegen, α_{mr} niet significant is. Op basis van de raming van het volledige systeem, en niet alleen van de vergelijking voor het retailrentetarief, kan derhalve de degelijkheid van de uitgangshypothese worden nagegaan. De transmissiegraad op lange termijn van zijn kant geeft aan in welke mate het retailrentetarief na verloop van tijd de wijzigingen in de marktrente zal bevatten. Een unitaire transmissiegraad ($\beta = 1$) wijst op een volledige transmissie. Bovendien maakt de behandeling van de beide tarieven in een geïntegreerd systeem het – dankzij een orthogonale transformatie van de fouttermen $u^{(1)}$ – mogelijk de wijziging van de beide variabelen uit te splitsen als zijnde het resultaat van twee structurele schokken: de schok in de marktrente en die in het retailrentetarief.

Ieder bestudeerd retailrentetarief wordt vergeleken met twee referentiemarktrentes, met de bedoeling uit te maken wat het meest relevante tarief is om het retailrentetarief te bepalen. De korte marktrentes zijn de OIS-rente en de Euribor. De lange marktrentes zijn de swaprente en de rente op de overheidsobligaties met een overeenkomstige looptijd. Ieder model wordt bovendien geraamd op basis van twee stalen teneinde na te gaan hoe stabiel het verband is tussen elke marktrente en het retailrentetarief. Het eerste staal heeft betrekking op de periode vóór de crisis; het start in januari 1997 en eindigt in juli 2007. Het tweede staal omvat ook de crisisperiode en eindigt in februari 2011, laatste maand waarvoor gegevens beschikbaar

waren op het ogenblik van de ramingen. De resultaten van deze ramingen worden samengevat in de tabel als bijlage.

Voor elk van de geraamde modellen zullen de hoger gestelde vragen kunnen worden beantwoord op basis van de analyse van de impulse-response functies en van de historische ontbindingen.

Dankzij de impulse-response functies kan worden aangetoond hoe het retailrentetarief reageert op een marktrenteschok. Uit die reactie vóór en na de crisis, met elk van de beschouwde marktrentes, zal blijken hoe stabiel de verbanden zijn tussen het retailrentetarief en iedere marktrente, wat bijdraagt tot het bepalen van de meest relevante marktrente. Er mag immers worden van uitgegaan dat het tarief dat een in hoge mate stabiel verband vertoont met het retailrentetarief, het meest relevante tarief is aangezien het verband tussen beide zelfs tijdens de crisis overeind bleef.

Volgens de techniek van de historische ontbinding kan worden bepaald in hoeverre het retailrentetarief wordt verklaard door:

- een referentieniveau (projectie van de variabele bij ontstentenis van schokken in de marktrente en in het retailrentetarief);
- de bijdrage van een marktrenteschok (dynamisch effect op het retailrentetarief van een normale transmissie van de marktrenteschok);
- de bijdrage van een schok in het retailrentetarief zelf (verklaart het specifieke verloop van de retailrente dat niet kan worden toegeschreven aan de tweede factor).

Als het model overeenstemt met de uitgangshypothese, volgens welke het de marktrente is die het verloop van het retailrentetarief bepaalt, zal het gedeelte dat toe te schrijven is aan de marktrenteschokken aanzienlijker zijn dan het gedeelte dat te maken heeft met de schokken in het retailrentetarief zelf. Heeft de financiële crisis evenwel een invloed op de retailrentetarieven en op het transmissiemechanisme (bovenop de invloed die verband houdt met de keuze van de relevante marktrente), dan zal die impact tot uiting komen in de bijdrage van deze tweede schok. Bovendien is het teken van de bijdrage van deze schok tijdens de financiële crisis een belangrijk element in de analyse: in principe mag worden verwacht dat de eventuele ontwrichtingen in de transmissie als gevolg van de crisis zich vertalen in een positieve en relatief persistente bijdrage van deze schok. Dat zou er immers op wijzen dat, in vergelijking met een normale transmissie, het retailrentetarief te hoog is ten opzichte van de marktrente en dat het dus als gevolg van de crisis een supplementaire risicopremie bevat.

(1) Daartoe is een zogeheten Choleski-ontbinding gebruikt (Enders (2003)). Wat de volgorde van de variabelen betreft, werd de marktrente beschouwd als de meest exogene rente (geen onmiddellijke impact op de marktrente van de schok op de retailrente).

De tijdreeksen van de banktarieven werden opgesteld op basis van de retailrentetarieven (retail interest rates, RIR) afkomstig van de vroegere enquête bij de kredietinstellingen, beschikbaar tot september 2003, en de rentetarieven van de financiële instellingen (MIR), beschikbaar vanaf januari 2003, afkomstig van de nieuwe geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven in het eurogebied. Voor ieder rentetarief werden de beide statistische reeksen gecombineerd door het renteverskil voor de maand januari 2003 systematisch toe te rekenen aan de oude tijdreeks en door de dynamiek van elke reeks te vrijwaren. Er is nagegaan of er tussen de twee reeksen een hoge graad van correlatie bestaat voor de negen maanden waarvoor men over gemeenschappelijke gegevens beschikt⁽¹⁾.

De gebruikte marktrentes zijn, voor de korte termijn, de Euribor (en de BIBOR voor de analyse van de Belgische tarieven tot december 1998) en de OIS-rente. Voor de lange termijn wordt gebruik gemaakt van de swaprentes en de rentetarieven voor overheidsleningen van het eurogebied (synthetische) elk op drie en zeven jaar, alsook van de rente op zevenjaars Belgische overheidsobligaties (lineaire obligaties) om de langlopende retailrentetarieven in België te analyseren.

(1) Ofschoon het gebruik van deze, niet-homogene, reeksen niet ideaal is, valt het in een geval als dit te rechtvaardigen. Hier moet immers gekozen worden voor niet-homogene reeksen of voor een geringer aantal voor de analyse beschikbare gegevens. Een gelijkaardige aanpak werd toegepast in ECB (2009).

3.2.2 Resultaten

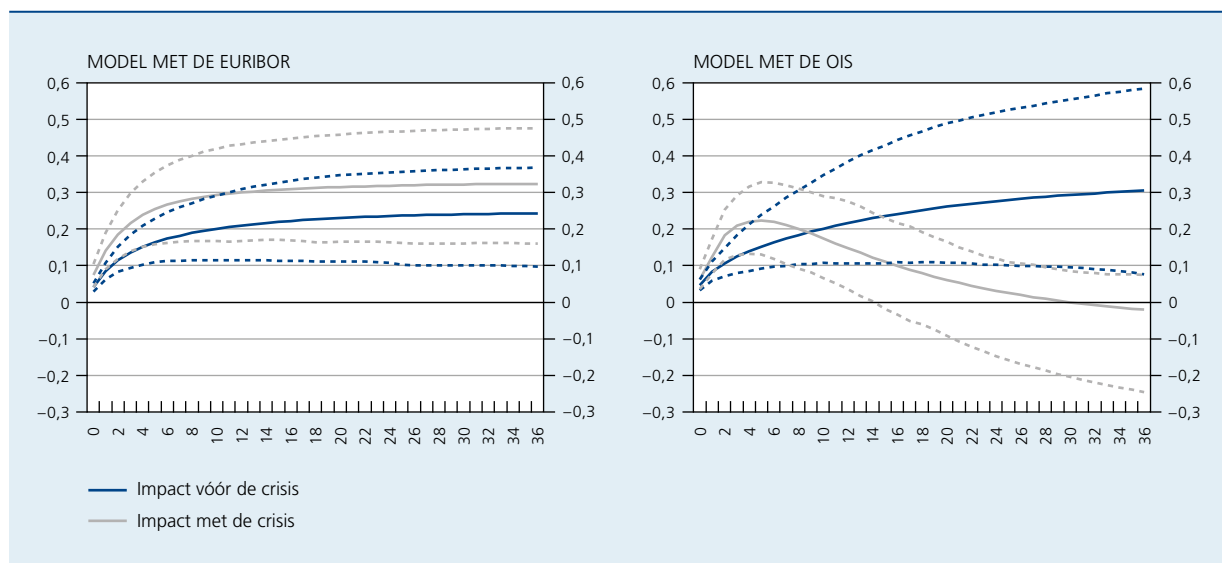
Deze analyse is niet bedoeld om op exhaustieve wijze te onderzoeken wat de impact was van de crisis op de transmissie van het monetair beleid in het eurogebied en in België, maar wel om een aantal problemen toe te lichten die tijdens de crisis met de transmissie gepaard gingen. De studie wordt dus verricht voor een selectie van debet- en creditrentetarieven, op korte en lange termijn, die door de banken in het eurogebied en in België worden aangeboden.

3.2.2.1 Eurogebied

Bij de analyse van de rentetarieven van het eurogebied zijn zowel credit- als debetrentetarieven betrokken. Bij de creditrentetarieven worden de rente op zichtdeposito's en die op spaardeposito's geanalyseerd. Wat de debetrentetarieven betreft, wordt een analyse gemaakt van de rentetarieven op kort- en langlopende kredieten aan ondernemingen alsook van de rente op het consumentenkrediet. Op één model na, is voor alle geraamde modellen een co-integratieverband gebleken. De resultaten voor de beide stalen worden in de bijlage gedetailleerd toegelicht.

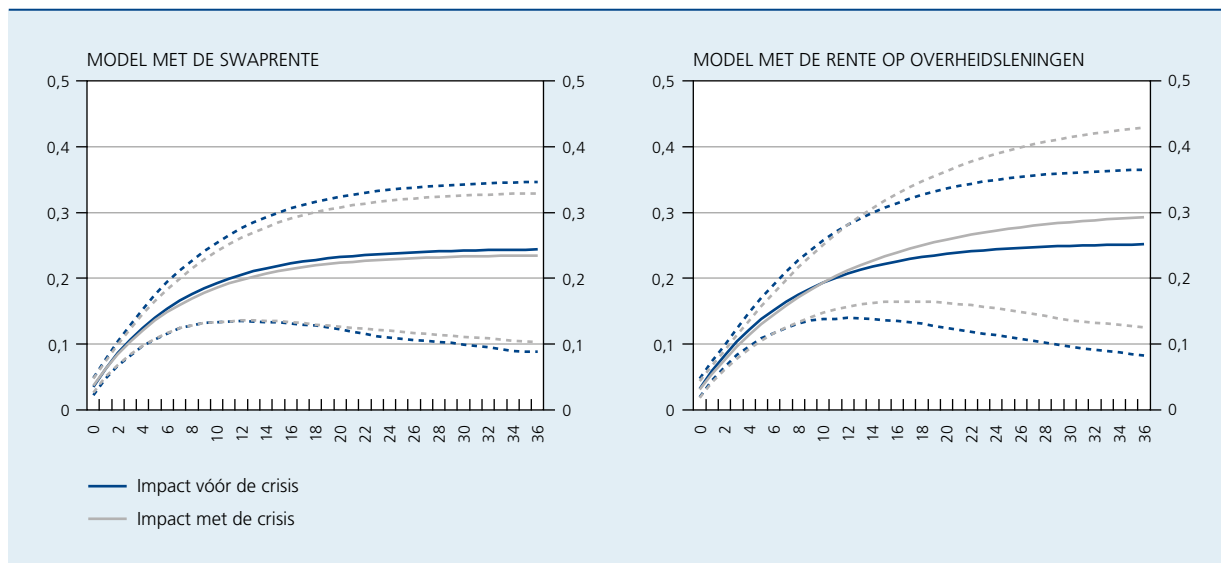
Om te beginnen, kan op basis van de vergelijking van de impulse-response functies worden aangetoond in welke mate de modellen gedurende de hele tijdreeks stabiel zijn, en dit ten opzichte van de twee beschouwde marktrentes. De grafieken met betrekking tot de impulse-response

GRAFIEK 12 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTE



Bronnen : NBB, ECB.

GRAFIEK 13 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTRE



Bronnen: NBB, ECB.

functies meten de effecten van een schok die de omvang heeft van een standaardafwijking (die zich voordoet tijdens periode 0) in de loop van de 36 daaropvolgende periodes (maanden), en geven aan of die impact permanent of tijdelijk is. Ze bevatten betrouwbaarheidsintervallen, geraamd volgens de bootstrap-methode van Hall⁽¹⁾, met een waarschijnlijkheid van 95 %.

De conclusies zijn het meest uitgesproken voor de korte rentes. Voor deze laatste waren de gehanteerde marktrentes immers reeds vanaf de tweede helft van 2007 beginnen te divergeren. Zowel voor de rente op kortlopend krediet aan ondernemingen als voor de zichtdeposito's is, in de op basis van de Euribor geraamde modellen, de impact van de schok in de marktrente vrij stabiel en permanent voor de twee beschouwde stalen. De op basis van de driemaands OIS-rente geraamde modellen, daarentegen, worden problematisch zodra de crisisperiode bij de analyse wordt betrokken. In het geval van de rente op kortlopende kredieten aan ondernemingen heeft de schok in het OIS-tarief niet langer een permanente impact op het retailrentetarief als de analyse wordt verricht aan de hand van de lange reeks, terwijl het effect van de Euribor vóór en na de crisis vrij vergelijkbaar was (wat getuigt van de stabiliteit van het verband). Een soortgelijk

resultaat werd verkregen voor de zichtdeposito's (hier niet toegelicht). Wat de spaardeposito's betreft (hier evenmin toegelicht), zijn de impulse-response functies niet duidelijk wat de relevante rente betreft.

Dit wijst erop dat de kortlopende retailrentetarieven tijdens de crisis het verloop van de Euribor volgden, veeleer dan dat van de OIS-rente. Deze tarieven kunnen dus worden beschouwd als zijnde «besmet» door het groeiende ecart tussen de twee marktrentes; terzelfder tijd kon, zoals eerder toegelicht, dat effect worden tegengegaan door de buitengewone maatregelen van de ECB; dat gebeurde door de OIS-rente te verlagen tot een niveau onder het leidinggevende basistarief van de ECB met een neerwaartse impact op de Euribor tot gevolg.

Aan de hand van de analyse van de langerlopende rentes kan worden nagegaan of de overheidsschuldencrisis een zware impact heeft gehad (of kan hebben) op de kosten van het krediet aan ondernemingen en huishoudens in het eurogebied via de ecarts tussen de rentetarieven op overheidsleningen en de swaprentes. In het geval van de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen, zijn de verhoudingen tussen de lange rentes na de crisis zeer stabiel gebleven, en zeer vergelijkbaar, zowel voor de swaprente als voor de rente op overheidsleningen. In tegenstelling tot de vorige oefening lijkt het dus nog te vroeg om eenduidige conclusies te trekken inzake de impact van de overheidsschuldencrisis op dit rentetarief, wellicht vanwege het geringe aantal gegevens

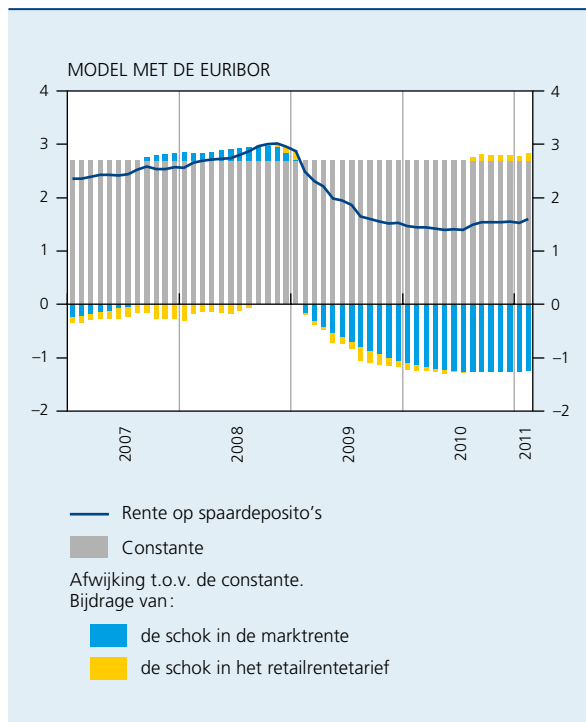
(1) De «bootstrap»-methode verschaft enkele aanwijzingen over de ramingen die zijn verkregen op basis van een staal door gebruik te maken van de «nieuwe stalen» die bij trekking (?) verkregen worden op basis van het initiële staal. Wij gebruiken hier Hall-intervallen die opgebouwd zijn op basis van duizend trekkingen (?).

waaruit een groeiend ecart blijkt tussen de in de analyse beschouwde marktrentes (de toename van de ecarts tussen de beide marktrentes was van relatief korte duur in 2009 en zette in 2010 relatief laat in). Wat de rente op consumentenkrediet betreft (hier niet toegelicht), maken de modellen (geraamd op basis van de swaprente op drie jaar en de rente op overheidsleningen met dezelfde looptijd) het evenmin mogelijk eenduidig te besluiten dat het eerste rentetarief als gevolg van de crisis minder relevant zou zijn geworden.

De analyse van de historische ontbinding wordt vooral belangrijk in de gevallen waarin het verloop van de impulse-response functies niet bepalend is. Zij toont de impact aan van elk van beide schokken.

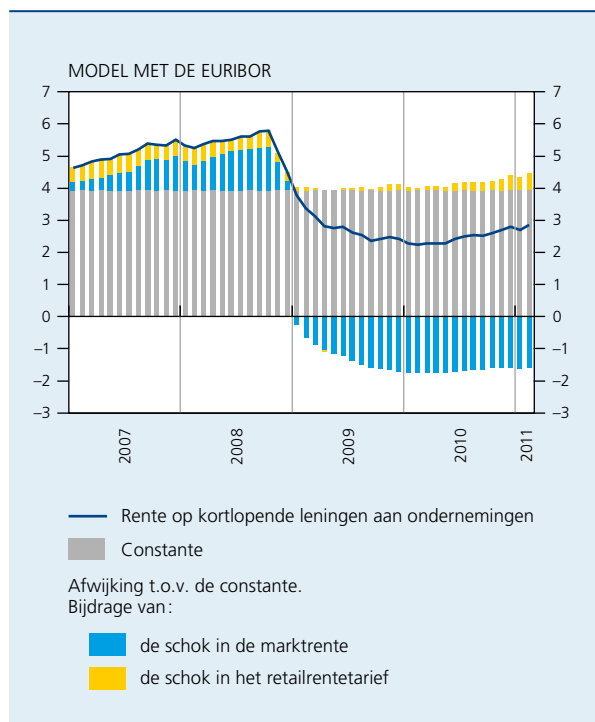
Ten opzichte van de geanalyseerde korte rentes, lijkt de historische ontbinding het hierboven vermelde resultaat te bevestigen dat het referentietarief de driemaands Euribor is. De rentetarieven op kortlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen, alsook de rente op spaardeposito's en die op zichtdeposito's (hier niet toegelicht) in het eurogebied werden immers in hoge mate bepaald door de schokken in de marktrente. Dit geeft aan dat de risicopremies die het ecart tussen de Euribor

GRAFIEK 15 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP SPAARDEPOSITO'S IN HET EUROGEBIED.



Bronnen: NBB, ECB.

GRAFIEK 14 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED.



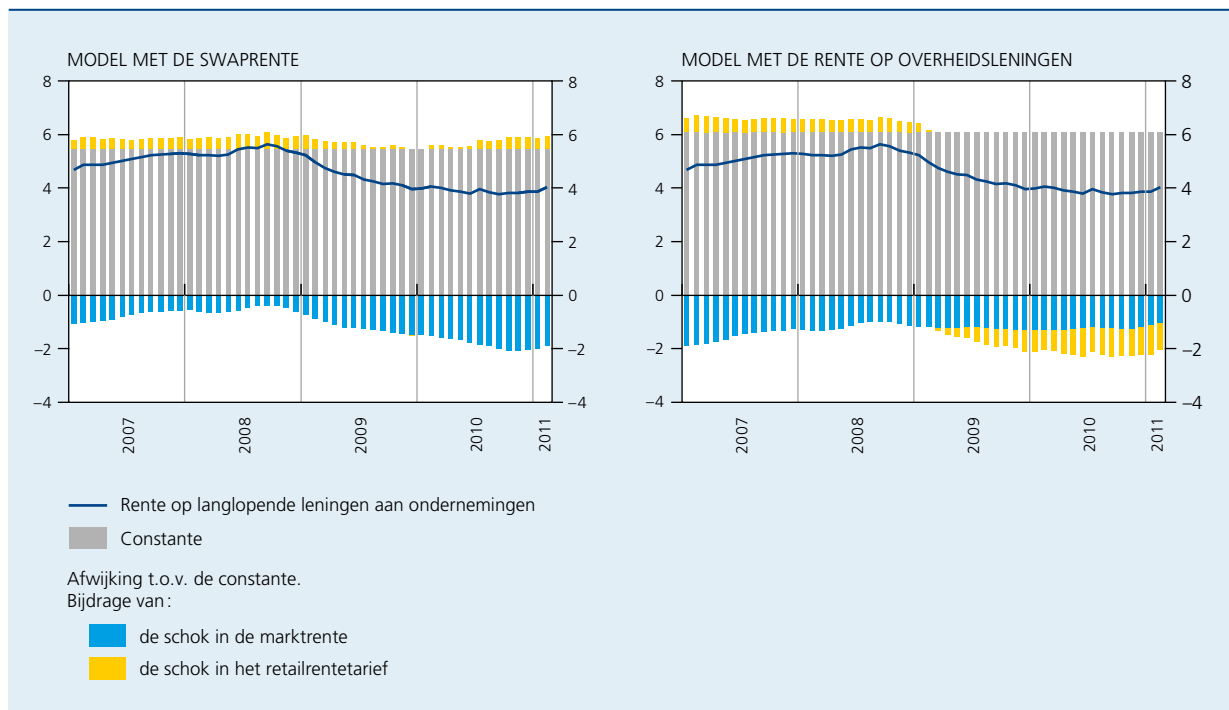
Bronnen: NBB, ECB.

en de OIS-rente sedert de zomer van 2007 opdreven, zowel werden doorberekend in de rente op kredieten aan ondernemingen als in de rente op de geanalyseerde deposito's.

In deze beide gevallen lijkt de schok in het retailrentetarief zelf aan het einde van de periode bovendien een gematigde positieve bijdrage te leveren. Dat kan het gevolg zijn van een supplementaire, niet in de Euribor geïntegreerde verhoging van de financieringskosten van de banken. Naarmate het wantrouwen ten opzichte van een aantal banken groter werd, werd de Euribor immers minder representatief voor de marginale financieringskosten van deze banken.

De historische ontbinding van de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen lijkt erop te wijzen dat de referentiemarktrente de swaprente is. Die aanwijzing is evenwel broos. Bij het model met de swaprente wordt de bijdrage van de schok in het retailrentetarief aan het einde van de periode immers positief. Dit zou kunnen worden geïnterpreteerd als de opwaartse invloed van de overheidsschuldencrisis en de daarmee gepaard gaande verhoging van de financieringskosten van de banken, maar de impact is relatief zwak (zowat 50 basispunten

GRAFIEK 16 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

voor het eurogebied in zijn geheel). In het model met de rente op overheidsleningen, die wel degelijk beïnvloed is door de overheidsschuldencrisis, is de bijdrage van de schok in de retailrente zelf aan het einde van de periode evenwel in belangrijke mate negatief, klaarblijkelijk ter compensatie van het supplementair opwaarts effect van deze alternatieve referentierente. Totaal beschouwd is de overheidsschuldencrisis dus blijkbaar nog niet sterk voelbaar in het verloop van het retailrentetarief van de langlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen voor het eurogebied in zijn geheel. De conclusie is grotendeels vergelijkbaar voor de rente op het consumentenkrediet (hier niet toegelicht). Een en ander neemt evenwel niet weg dat de overheidsschuldencrisis een impact kan hebben gehad op de retailrentetarieven in sommige landen, met name in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. Dat is overigens ook wat is gebleken uit de beschrijvende analyse in de voorgaande paragraaf.

3.2.2.2 België

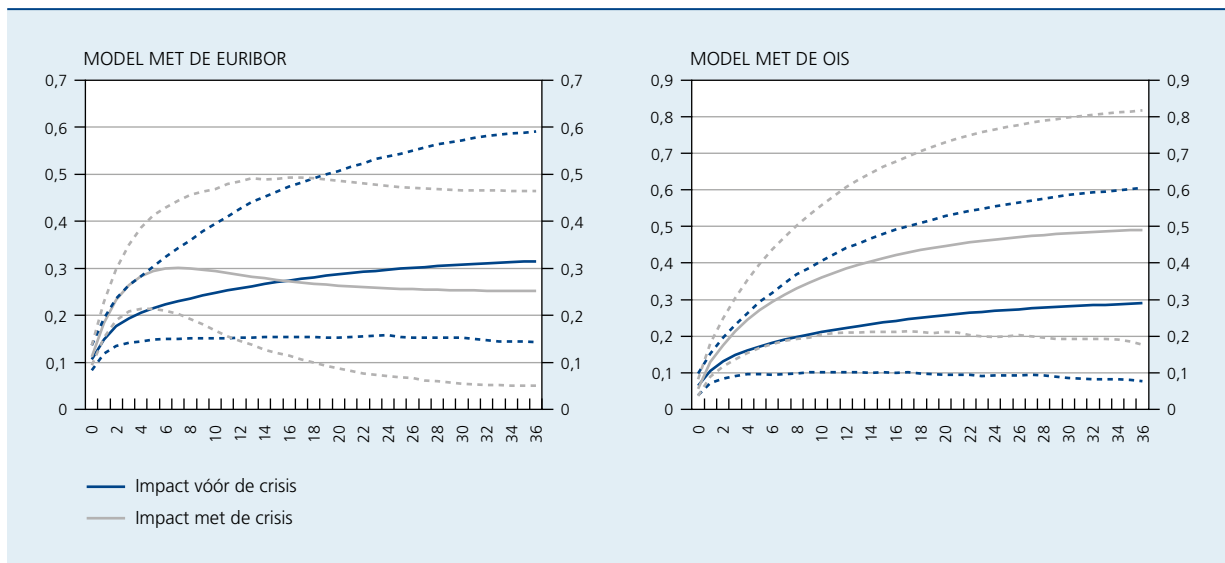
De Belgische retailrentetarieven die bij de analyse worden betrokken, zijn zowel debetrentetarieven (rente op kredieten aan ondernemingen, op korte en op lange termijn,

en hypothecaire rente) als creditrentetarieven (rente op spaardeposito's). De co-integratieverbanden zijn minder duidelijk dan in het geval van de rentetarieven van het eurogebied, vooral voor het korte staal (tot juli 2007), maar desalniettemin vertonen de modellen resultaten die compatibel zijn met de uitgangshypothesen.

Uit de analyse van de impulse-response functies van de geraamde modellen blijkt, net als voor het eurogebied, een hoge graad van stabiliteit voor de modellen van de lange rentes (hier niet toegelicht), ook al lijkt voor de langlopende kredieten aan ondernemingen de rente op overheidsleningen aan belang te winnen voor het staal waarin de crisisperiode vervat zit.

Ten opzichte van de korte rentes, tonen de impulse-response functies duidelijk aan dat de Euribor tijdens de crisis relevant was voor de rente op spaardeposito's en dat het model met de OIS onstabiel was, zoals in het eurogebied. In de andere gevallen is de conclusie echter veel minder duidelijk. Voor de kortlopende leningen aan ondernemingen lijkt het model met de OIS zelfs te verbeteren als de crisisperiode in het staal wordt opgenomen, terwijl het met de Euribor geraamde overeenstemmende model eerder een omgekeerd resultaat oplevert.

GRAFIEK 17 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VOOR DE RENTE OP KORTLOPENE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTRE

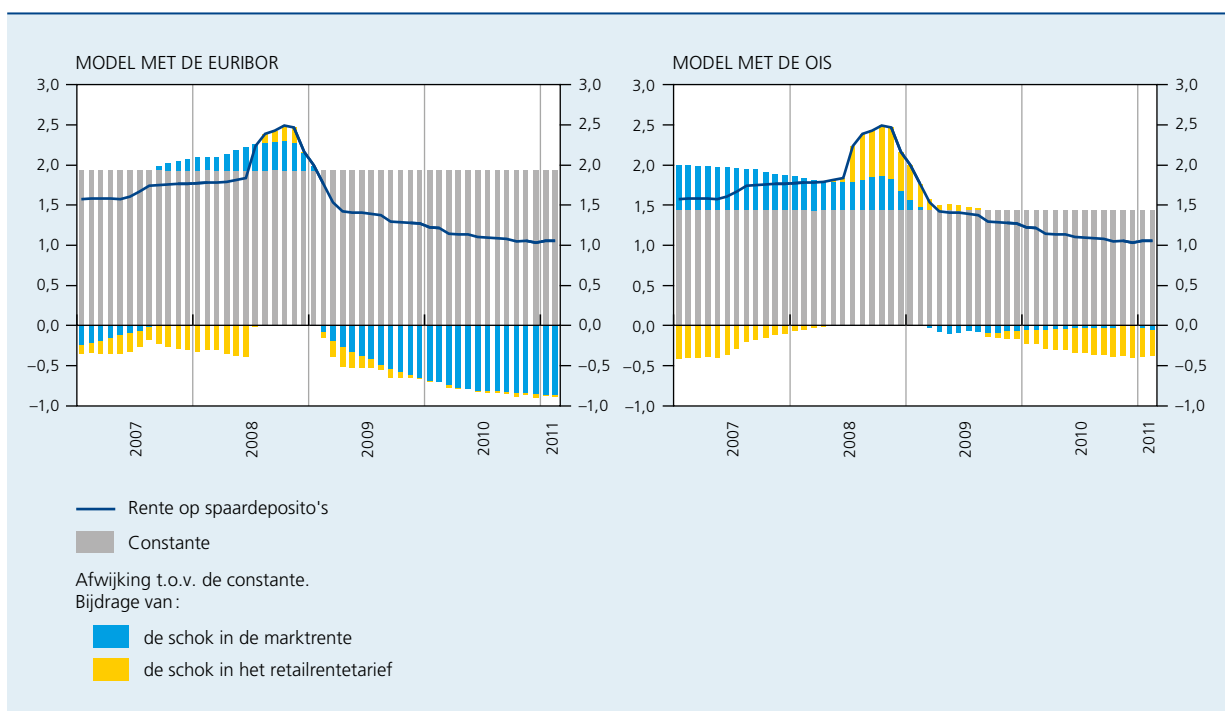


Bronnen : NBB, ECB.

Voor het geanalyseerde creditrentetarief, wijzen ook de historische ontbindingen er op dat de meest relevante marktrente de Euribor is. De schokken in de Euribor verklaren immers grotendeels het verloop van de rente

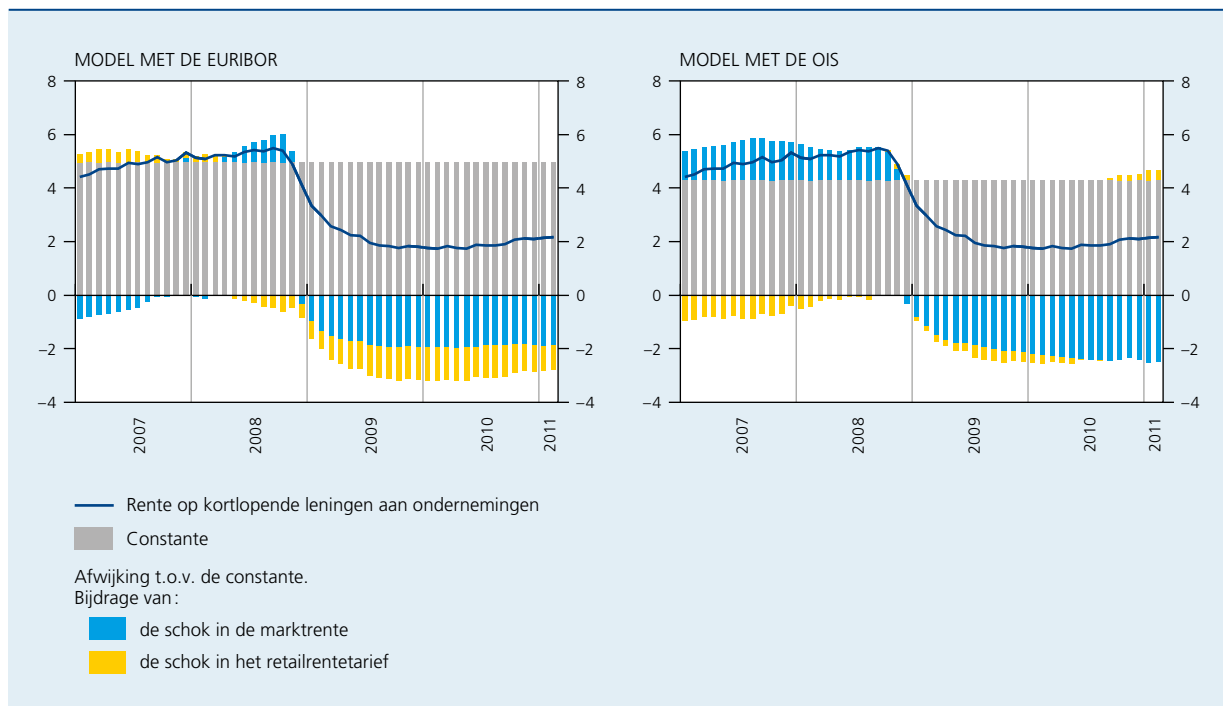
op spaardeposito's tijdens de crisis. Daarin zou dus de verhoging van de risicopremie doorberekend zijn die het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente sedert het begin van de crisis heeft vergroot. In het met de OIS-rente

GRAFIEK 18 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP SPAARDEPOSITO'S IN BELGIË



Bronnen : NBB, ECB.

GRAFIEK 19 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË



Bronnen: NBB, ECB.

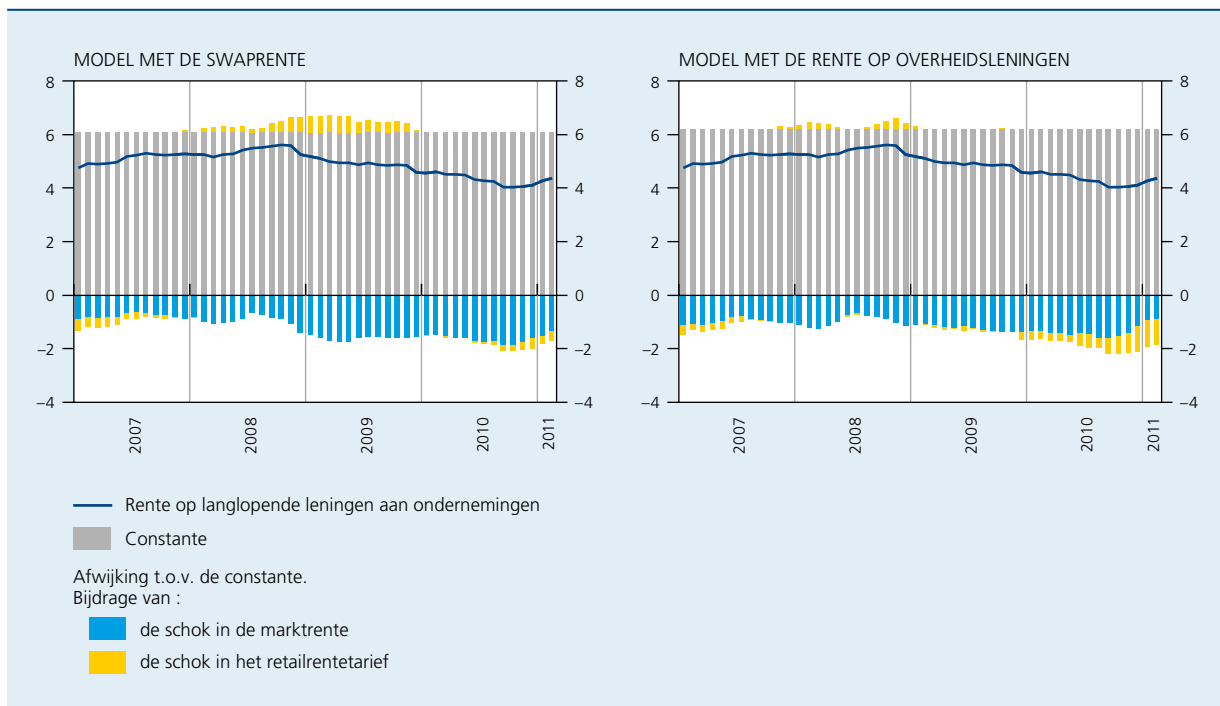
geraamde model, daarentegen, was zowel de stijging van het retailrentetarief als de daling ervan voornamelijk toe te schrijven aan de schok op zichzelf, wat erop wijst dat het model geen verklaring biedt voor de gebeurtenissen tijdens de crisis. De rente op spaardeposito's is in België erg belangrijk vermits ze het op de spaarboekjes toegepaste rentetarief bevat, dat is het type deposito dat de Belgische huishoudens het meest aanleggen.

Wat de rente op de kortlopende kredieten aan ondernemingen betreft, lijken de historische ontbindingen, net als de impulse-responses, erop te wijzen dat deze rente niet werd beïnvloed door het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente, dit in tegenstelling tot de resultaten voor het eurogebied. De rente die relevant is voor het bepalen van het retailrentetarief lijkt immers de OIS-rente te zijn, waarin de risicopremies verbonden aan de niet-gewaarborgde interbancaire leningen niet zijn vervat. Dit resultaat zou verband kunnen houden met een compositie-effect, als gevolg van het hoge percentage zeer kortlopende leningen in België, aangezien de risicopremies voor de zeer korte rentes meestal erg laag zijn. In het model met de OIS-rente verklaart de schok in de marktrente immers grotendeels de wijziging in de rente op kortlopende kredietnemingen van de ondernemingen. Dit model wijst evenwel op een lichtjes positieve bijdrage van de schok

in het retailrentetarief aan het einde van de periode (ten belope van ongeveer 37 basispunten in februari 2011), vermoedelijk een gevolg van de recente stijging van de financieringskosten van de Belgische banken.

De rente op langlopende kredieten aan ondernemingen wordt geanalyseerd in verhouding tot de swaprente en de rente op lineaire obligaties, allebei op zeven jaar. De swaprente sorteerde een aanzienlijk negatief effect op de rente van de kredieten aan ondernemingen in België, maar deze laatste rente werd positief beïnvloed door de schok in de retailrentetarieven aan het begin van de periode van renteverlaging (eind 2008 en in 2009). Dit lijkt erop te wijzen dat de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen initieel minder snel daalde dan gewoonlijk, precies tijdens de periode waarin de financiële crisis de Belgische banksector zwaar trof. Deze positieve bijdrage is naar het einde van 2010 toe evenwel verdwenen, aangezien de schokken in het retailrentetarief zelf bijgedragen hebben tot de daling ervan, wat kracht bijzet aan de veronderstelling dat de stijging van de rente op overheidsleningen niet afgewenteld werd op dit retailrentetarief. In het geval van het op basis van de lineaire obligaties geraamde model, was de impact van het retailrentetarief op zichzelf geringer in 2009, maar zwaarder in 2010. Aan het einde van de periode was deze

GRAFIEK 20 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË



Bronnen : NBB, ECB.

impact bovendien duidelijk negatief, precies zoals in het eurogebied. Dit lijkt erop te wijzen dat de recente verhogingen van de rente op lineaire obligaties als gevolg van de overheidsschuldencrisis niet werden geïncorporeerd in het verloop van de rente op de kredieten aan ondernemingen in België.

Het laatste geanalyseerde debetrentetarief is de hypothecaire rente die, in België, een lange gemiddelde looptijd heeft. De impact van de schok in de hypothecaire rente zelf is relatief gering, maar levert een positieve bijdrage aan het einde van de periode, zowel voor het model met de swaprente als voor het model met de rente op lineaire obligaties. In dit stadium kunnen daar moeilijk eenduidige conclusies uit worden getrokken. De positieve bijdragen aan het einde van de periode gaan evenwel in de richting van een zekere transmissie van de renteverhoging voor overheidsleningen en, dus, van de overheidsschuldencrisis.

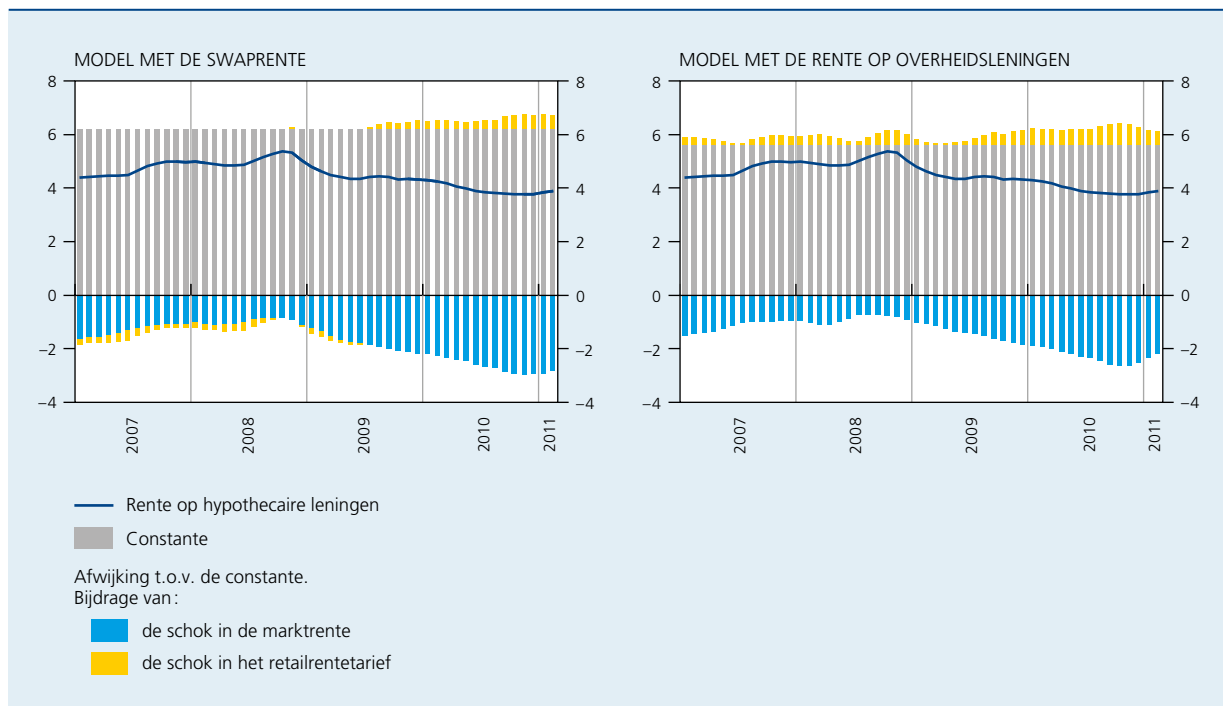
Net zoals de andere hier geanalyseerde rentetarieven stemt de hypothecaire rente overeen met de rente voor de nieuwe contracten, en wordt ze niet beïnvloed door de periodieke herziening van de rentetarieven voor eerder aangevane hypothecaire leningen. De transmissie naar de rentelasten die worden betaald op de hypothecaire leningen gebeurt evenwel via twee mechanismen, namelijk de

rente op de nieuwe leningen en de renteherziening, die verplicht plaatsheeft op basis van de rente op overheidsleningen (OLO's). De Belgische hypotheekmarkt lijkt dus relatief kwetsbaar te zijn als de spanningen op de markt van de overheidsschuld toenemen.

Zowel in België als in het eurogebied is de transmissie voor de meeste bestudeerde lange rentes tijdens de crisis relatief stabiel gebleven, terwijl de korte rentes werden beïnvloed door de vergroting van het ecart tussen de OIS-rente en de Euribor. De enige rente op korte termijn waarvoor deze conclusie niet geldig is, is de rente op kortlopende kredieten aan ondernemingen in België. Deze rente heeft veeleer het verloop van de OIS-rente gevolgd en het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente kwam er dus niet in tot uiting; dit zou echter voornamelijk toe te schrijven zijn aan het overwicht van de leningen op zeer korte termijn.

Voor de lange rentes blijkt dus uit de analyse dat de overheidsschuldencrisis een geringe invloed heeft gehad op de bepaling van de retailrentetarieven in het eurogebied als geheel, net als in België, ook al zijn er tekenen die erop wijzen dat de stijging van de financieringskosten van de banken een effect heeft gesorteerd naar het einde van de beschouwde periode toe. Voor België lijkt de analyse

GRAFIEK 21 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP HYPOTHECAIRE LENINGEN IN BELGIË



Bronnen: NBB, ECB.

erop te wijzen dat de vergroting van het ecart tussen de rente op Belgische overheidsleningen en de swaprente een zekere invloed heeft gehad op de hypothecaire rentetarieven.

Conclusie

De economische en financiële crisis die in de zomer van 2007 uitbrak, en de overheidsschuldencrisis die zich eind 2009 aandienende, gaven aanleiding tot aanzienlijke opwaartse druk op de financieringskosten in het eurogebied en vormden een grote uitdaging voor het monetair beleid. Dankzij de verlagingen van de leidinggevende rentetarieven door de ECB en de goedkeuring van verschillende buitengewone monetairbeleidsmaatregelen kon de verhoging van de risicopremies – zowel op de interbancaire markt als op de obligatiemarkten – evenwel ruimschoots worden geneutraliseerd en kon de goede transmissie van het monetair beleid worden gevrijwaard.

Hoewel de spanningen op de markten van de overheidsschuld een zekere impact hadden op de financieringskosten van de ondernemingen en de huishoudens, bleven de effecten ervan dus relatief beperkt op het niveau van

het eurogebied als geheel, hoewel de financiële sector, vanwege zijn rechtstreekse implicatie in de overheidsfinanciering, zwaar getroffen werd. Dezelfde conclusies gelden voor België waar enkel de rente op de hypothecaire kredieten lichtjes lijkt te zijn beïnvloed door de rentestijging voor overheidsobligaties. In de landen die het zwaarst werden getroffen, is het daarentegen zeer duidelijk dat de ondernemingen en de huishoudens hun financieringskosten fors hebben zien oplopen. Op nationaal niveau hebben de financieringskosten van de private sector, algemeen beschouwd, een overwegend parallel verloop vertoond met die van de overheid, hoewel ook een zekere loskoppeling werd vastgesteld, voornamelijk voor de niet-financiële sector.

Deze resultaten zijn geruststellend voor zover ze getuigen van de efficiëntie van het tijdens de crisis gevoerd monetair beleid en van de relatief beperkte weerslag van de overheidsschuldencrisis op de rest van de economie van het eurogebied. Dat neemt evenwel niet weg dat in de landen met de grootste moeilijkheden de private sector zwaar werd getroffen door de stijging van de financieringskosten in de overheidssector en dat de gezondmaking van de overheidsfinanciën in die landen derhalve prioritair moet blijven.

Bijlage

VOORNAAMSTE RESULTATEN VAN DE ECONOMETRISCHE ANALYSE

Retailrentetarieven	Marktrente	Co-integratie		Transmissie op lange termijn β		Aanpassingssnelheid α_{br}		Aanpassingssnelheid α_{mr}	
		van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02
Eurogebied									
Zichtdeposito's	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,27	0,29	-0,07	-0,06	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Ja**	0,24	0,20	-0,13	-0,05	Niet-significant	Significant
Spaardeposito's	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,38	0,38	-0,09	-0,13	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Ja***	0,29	0,31	-0,25	-0,18	Significant	Significant
Kortlopende leningen aan ondernemingen	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,83	0,76	-0,11	-0,12	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Neen	0,81	0,57	-0,15	0,00	Niet-significant	Significant
Consumentenleningen	Swaprente op 3 jaar	Ja***	Ja***	0,55	0,59	-0,12	-0,16	Niet-significant	Niet-significant
	Overheidsleningen op 3 jaar	Ja***	Ja***	0,52	0,56	-0,18	-0,17	Niet-significant	Niet-significant
Langlopende leningen aan ondernemingen	Swaprente op 7 jaar	Ja***	Ja***	0,95	0,89	-0,18	-0,18	Niet-significant	Niet-significant
	Overheidsleningen op 7 jaar	Ja***	Ja***	0,89	0,98	-0,22	-0,16	Significant	Significant
België									
Spaardeposito's	3-maands Euribor	Neen	Ja*	0,44	0,45	-0,03	-0,03	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Neen	Ja**	0,44	0,19	-0,03	-0,04	Niet-significant	Significant
Kortlopende leningen aan ondernemingen	6-maands Euribor	Neen	Neen	1,07	1,06	-0,14	-0,02	Niet-significant	Significant
	6-maands OIS-rente	Ja***	Ja***	1,01	0,94	-0,03	-0,11	Niet-significant	Niet-significant
Langlopende leningen aan ondernemingen	Swaprente op 7 jaar	Ja**	Ja***	0,72	0,65	-0,21	-0,17	Niet-significant	Significant
	OLO op 7 jaar	Ja*	Ja***	0,69	0,74	-0,18	-0,17	Significant	Niet-significant
Hypothecaire leningen	Swaprente op 7 jaar	Ja***	Ja***	1,42	1,23	-0,12	-0,11	Niet-significant	Niet-significant
	OLO op 7 jaar	Ja***	Ja***	1,51	1,39	-0,08	-0,09	Niet-significant	Niet-significant

* Wijst op de aanwezigheid van een co-integratievector aan 15% (*), aan 10% (**), aan 5% (***) (trace test: waarschijnlijkheidsdrempel waarvoor de hypothese mag worden afgewezen dat er geen co-integratievector bestaat).

Bibliografie

Angeloni I., A. K. Kashyap, B. Mojon en D. Terlizzese (2002), *Monetary Transmission in the Euro area: Where do we stand?*, ECB, Working Paper 114.

Aucremanne, L., J. Boeckx en O. Vergote (2007): « Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 29-44.

Baugnet, V. en M. Hradisky (2004), « Vorming van de debetrentetarieven van de Belgische banken », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 3^e kwartaal.

ECB (2009), « Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the Euro Area », ECB Monthly Bulletin, August 2009.

Enders, W. (2003), *Applied Econometric Time Series*, Wiley, 2nd Edition.

Kok Sorensen, C. en T. Werner (2006), *Bank interest rate pass-through in the Euro Area. A cross country comparison*, ECB, Working Paper 580.

Mojon, B. (2000), *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, ECB, Working Paper 40.

Toolsema, L., J-E Sturm. en J. de Haan (2002), *Convergence of pass-through from money market to lending rates in EMU countries: New evidence*, CCSO Working Papers 200206.

Trichet J. C. (2009), *Supporting the financial system and the economy: Key ECB Policy actions in the crisis*, Speech at a Conference organised by the Nueva Economia Forum and The Wall Street Journal Europe, Madrid, 22 June.