

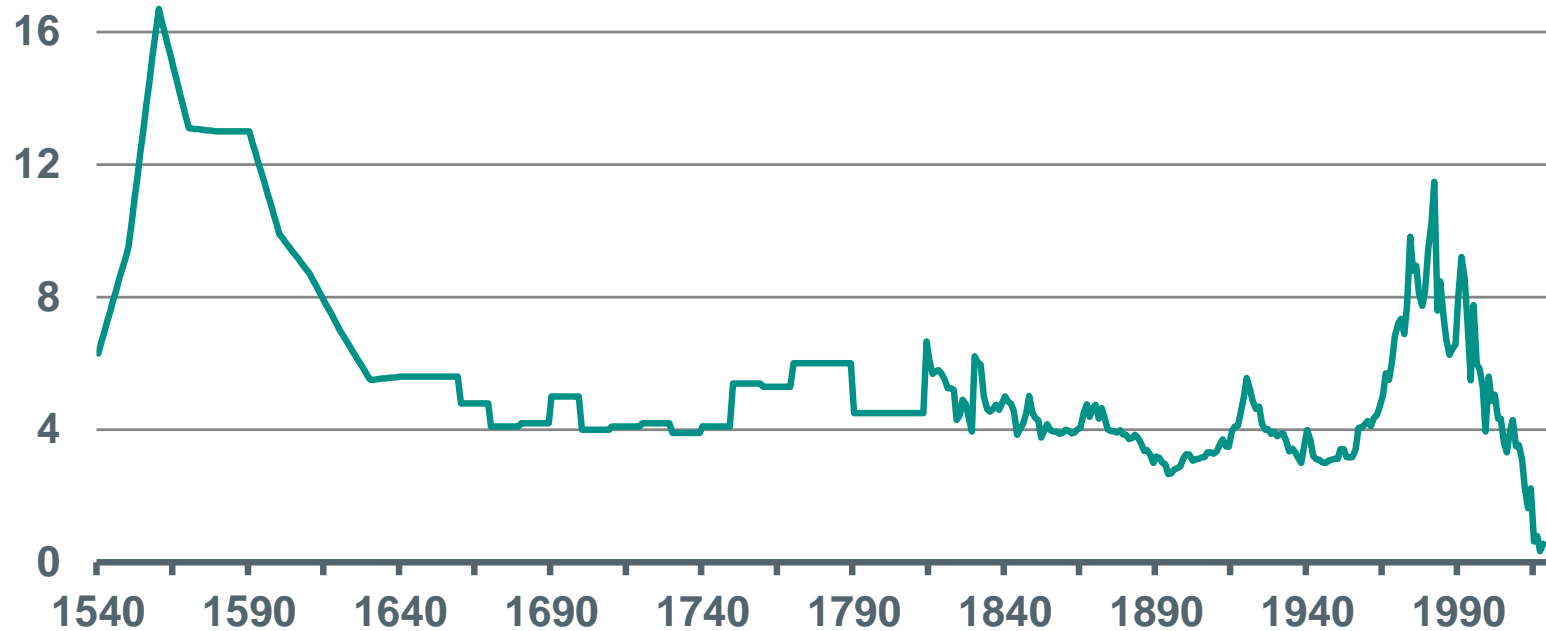
# Rentestijging: wat kunnen/zullen we hebben?

Han de Jong, Chief Economist

25 september 2018

# De rente is uitzonderlijk laag

Rente 10-jaars staatsleningen, %



## Welke uitspraak spreekt u het meest aan?

---

- De rente loopt de komende jaren duidelijk op en dat zal onze economie forse schade toebrengen
- De rente blijft nog lang heel laag en dat is prima
- De rente blijft nog lang heel laag waardoor er uiteindelijk veel bubbels ontstaan die zullen knappen
- De rente zal stijgen, maar geleidelijk waardoor de economische schade mee zal vallen

## Wat bedoelen we eigenlijk met rentestijging?

---

- Stijging van de officiële rente van de ECB, Fed etc.
- Stijging van de risicovrije kapitaalmarktrente (Nederlandse staat)
- Stijging risicopremies waardoor het effectieve rendement stijgt op bedrijfsobligaties, High Yield, hypotheekrente etc.

# Hogere rente – wat doet het met onze economie?

---

- Invloed direct op de **reële economie**
  - Kapitaalkosten omhoog, investeringen lager, BBP lager, werkgelegenheid lager, inkomensgroei lager, consumptie lager, etc.; hypotheeklasten hoger, bestedingsruimte lager etc.
- Invloed via **vermogensmarkten**
  - Aandelen en obligaties lager, vermogensverliezen, lagere consumptie, evt afstempeling pensioen(rechten)
  - Huizenprijzen lager, vermogensverliezen etc.

# Simulatie DNB Economische ontwikkelingen en vooruitzichten (dec. '17)

## Uitkomsten rentescenario

Procentuele afwijking van het basispad, tenzij anders vermeld

	jaar:	1	2	3	4
Bruto binnenlands product		-0,5	-1,3	-1,7	-1,6
Particuliere consumptie		-0,5	-1,5	-2,7	-3,6
Bedrijfsinvesteringen		-0,4	-1,6	-3,5	-5,1
Woninginvesteringen		-0,8	-3,1	-4,3	-3,6
Uitvoer goederen en diensten		-1,2	-2,6	-2,4	-1,6
Invoer goederen en diensten		-1,1	-2,8	-3,2	-2,9
Contractloon bedrijven		0,0	-0,3	-0,8	-1,4
Geharmoniseerde consumentenprijsindex		0,0	-0,1	-0,4	-0,8
Prijsindex bestaande koopwoningen		-0,6	-1,8	-3,7	-5,2
Werkgelegenheid (personen)		-0,1	-0,7	-1,4	-1,7
Werkloosheid (% beroepsbevolking)		0,1	0,6	1,0	1,1
EMU-saldo (% bbp)		-0,2	-0,8	-1,3	-1,4
Lopende rekening (% bbp)		0,0	0,5	1,2	1,6
Woninghypotheken		-0,1	-1,3	-2,9	-3,8
Bancair krediet bedrijven		0,3	0,0	-0,6	-1,2

Bron: DNB.

## Hoeveel schuld hebben Nederlandse bedrijven?

Bruto schuld in mrd euro, per ultimo

Jaar	kort	lang	BBP	kort en lang als % BBP
2007	228	558	3,2%	118%
2010	318	630	1,9%	143%
2013	407	654	1,4%	159%
2018Q2	389	908	2,9%	176%

Netto:

2007	147	271		63%
2018Q2	107	393		67%

## Hoeveel schuld en vermogen hebben Nederlandse gezinnen?

---

Bedragen in mrd euro per ultimo 2016

Bezittingen totaal	1157
w.v. financieel	418
onroerend goed	1270
Schuld totaal	808
w.v. hypotheken	696

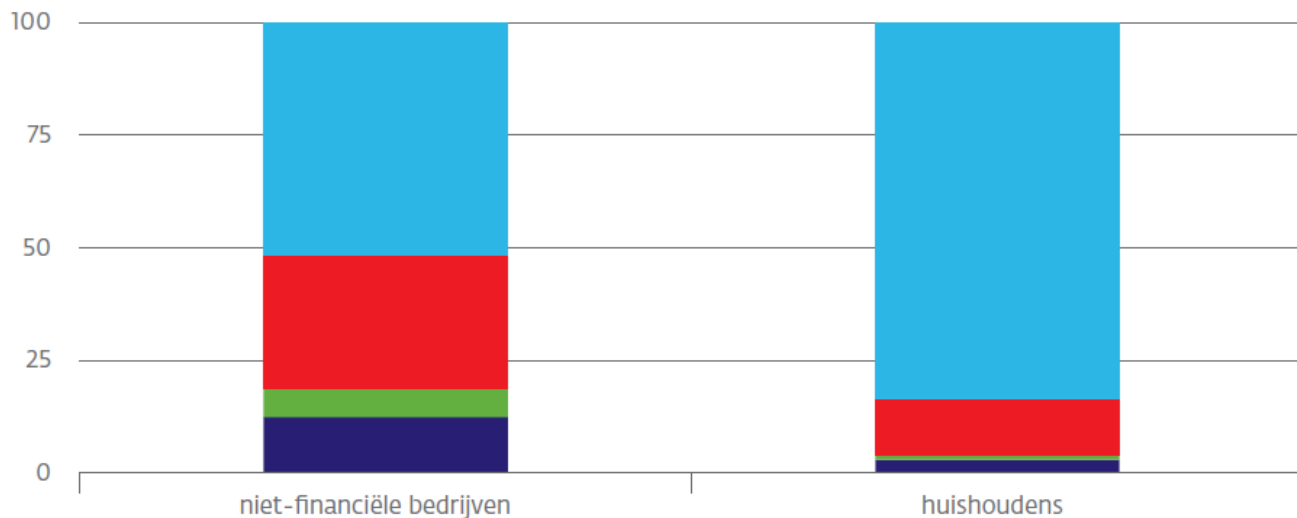


## Problemen met hypotheekschuld

	2013 Q3	2015 Q4	2018 Q2
Aantal huishoudens onder water (mln)	1,3	0,9	0,2
Bedrag onder water (mld euro)	79	36	12

# Samenstelling leningenportefeuille aan bedrijven en huishoudens naar rentelooptijd

Aandeel in leningenportefeuille, februari 2008



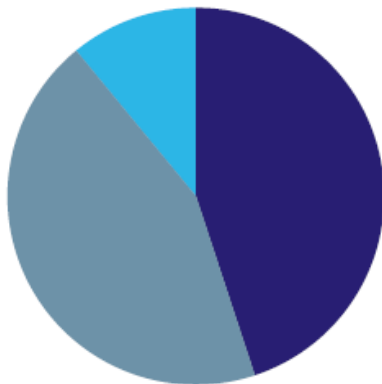
- Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd > 1 jaar; zonder renteherziening binnen 1 jaar
- Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd > 1 jaar; renteherziening binnen jaar
- Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd < 1 jaar
- Oorspronkelijke looptijd < 1 jaar

Bron: DNB.

# Schulden Nederlandse bedrijven

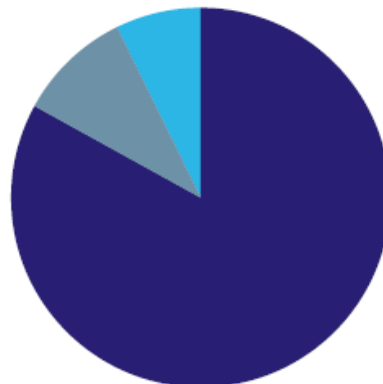
Aandelen, ultimo 2017

Bedrijfsschuld



- Leningen verstrekt door Nederlandse financiële instellingen
- Leningen verstrekt door overige instellingen en het buitenland
- Schuldbewijzen

Kenmerken uitgegeven schuldbewijzen

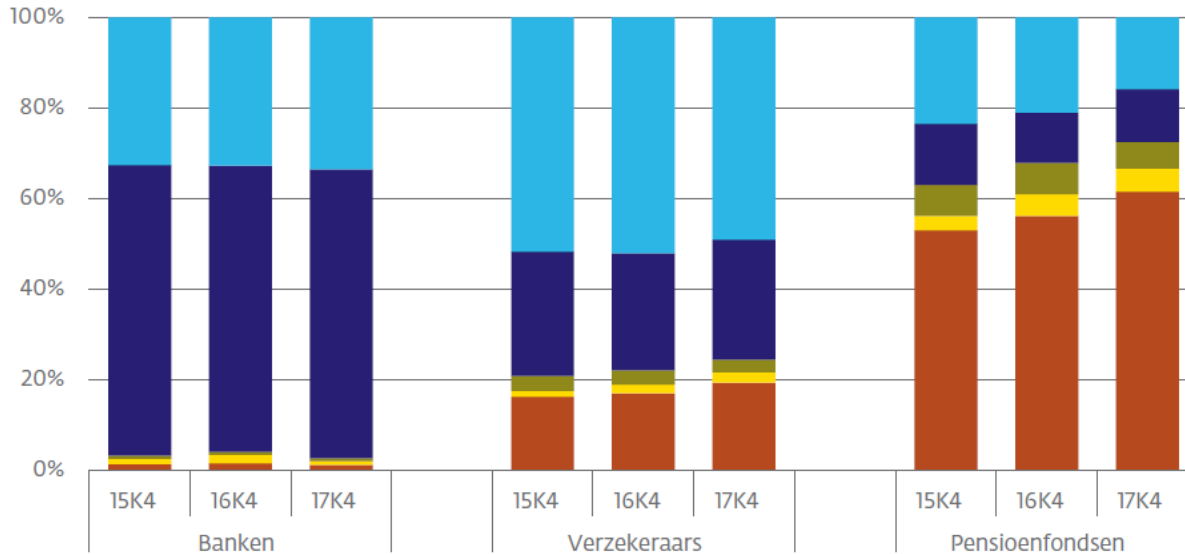


- Looptijd langer dan een jaar, vaste rente
- Looptijd langer dan een jaar, variabele rente
- Looptijd korter dan een jaar

Bron: CBS en ECB.

# Samenstelling aandelen- en obligatieportefeuille van Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen

Aandeel in totale aandelen- en obligatieportefeuille

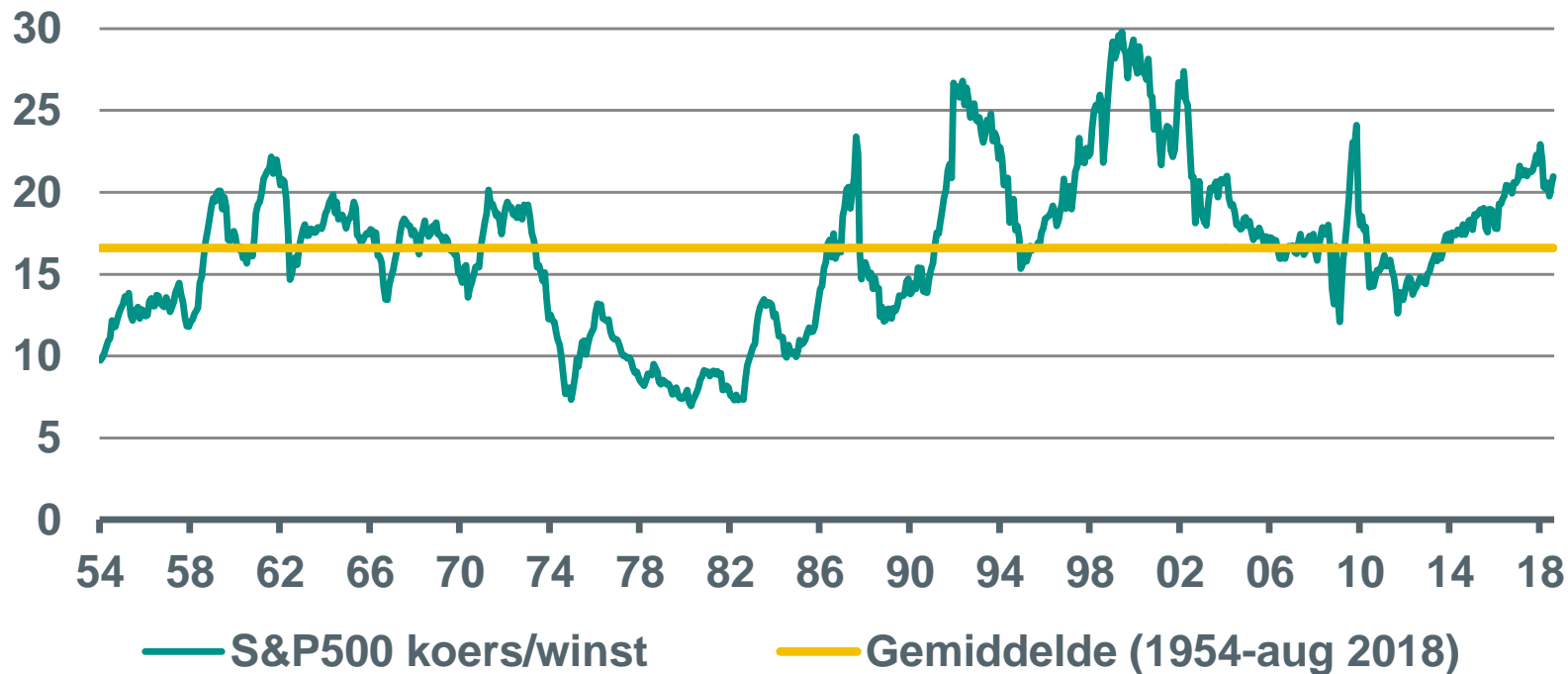


- Staatsobligaties landen met een hoge kredietwaardigheid
- Obligaties - *investment grade*
- Aandelen
- Staatsobligaties overige landen
- Obligaties - *high yield*

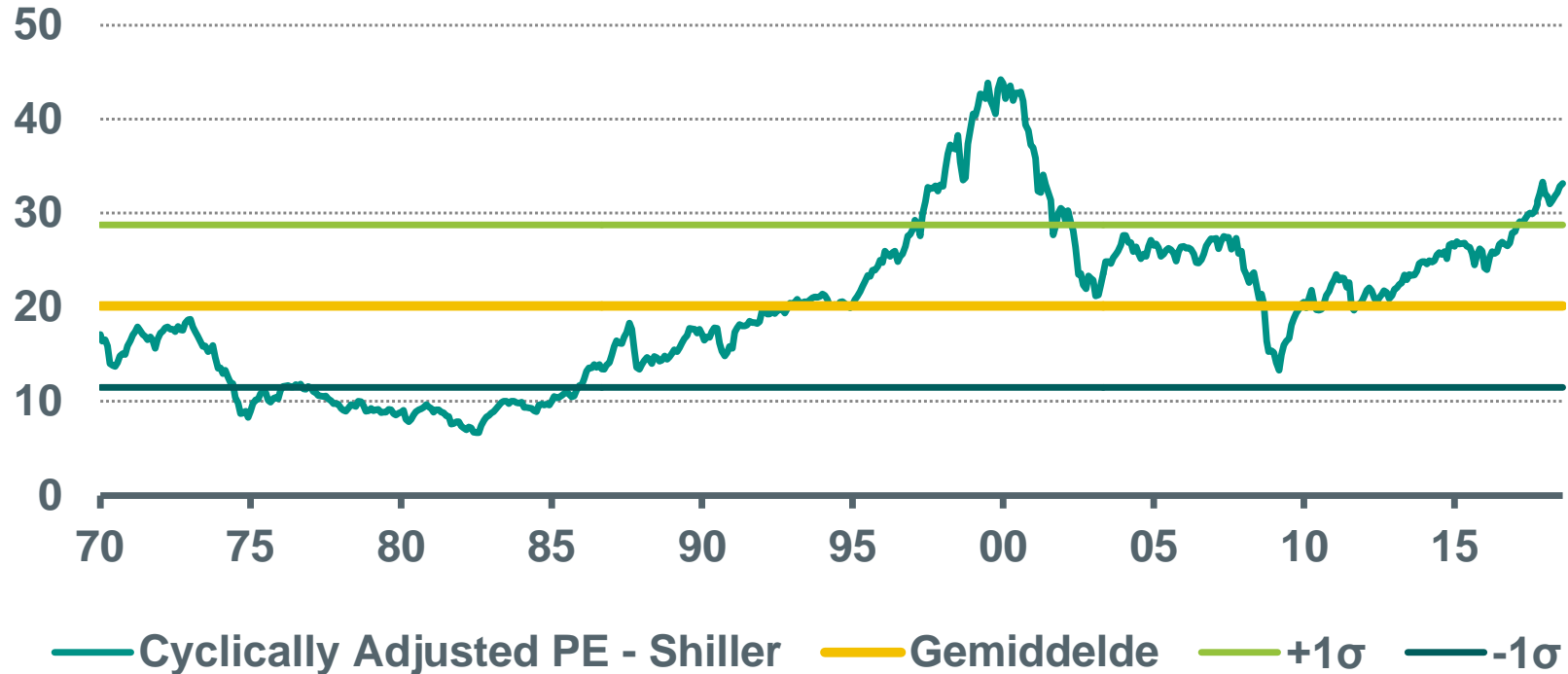
Bron: DNB-effectenstatistiek.

Toelichting: Relatief risicovolle effecten zijn aandelen, *high yield*-obligaties en staatsobligaties van landen met een kredietbeoordeling van BBB+ of lager. *High yield*-obligaties hebben een *yield* boven 4,9% (2015), 4,1% (2016) en 3,7% (2017). Deze percentages corresponderen met bedrijfsobligaties die nét een *junk*-beoordeling hebben.

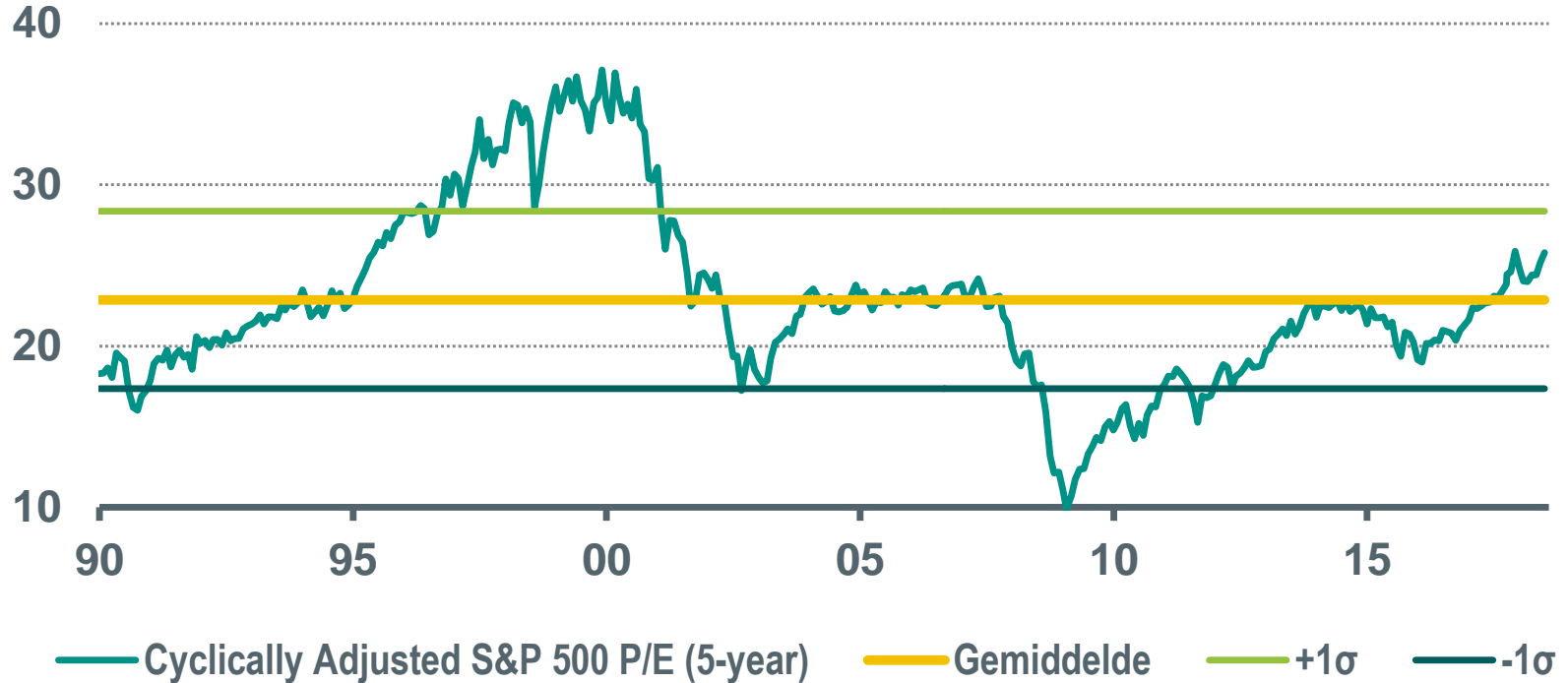
## Zijn aandelen (VS) overgewaardeerd? Koers/winst S&P500



# Zijn aandelen (VS) overgewaardeerd? Shiller koers/winst 10-jaar



# Zijn aandelen (VS) overgewaardeerd? Shiller koers/winst 5-jaar



# De rente is uitzonderlijk laag

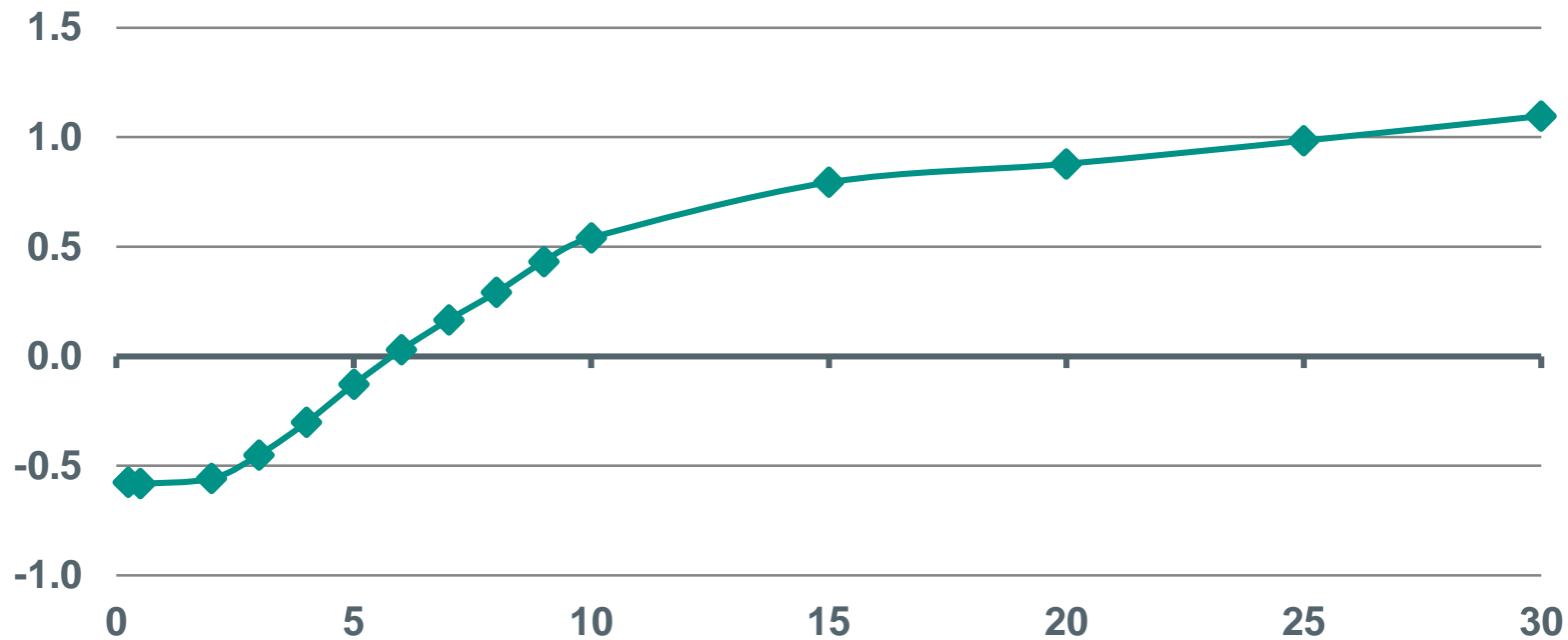
Rente 10-jaars staatsleningen, %





# De rente is uitzonderlijk laag

Yieldcurve 10-jaars staatsleningen op 17 september, %



## Hoe hoog is een normale rente?

---

Rente moet een geldverstrekker vergoeden voor:

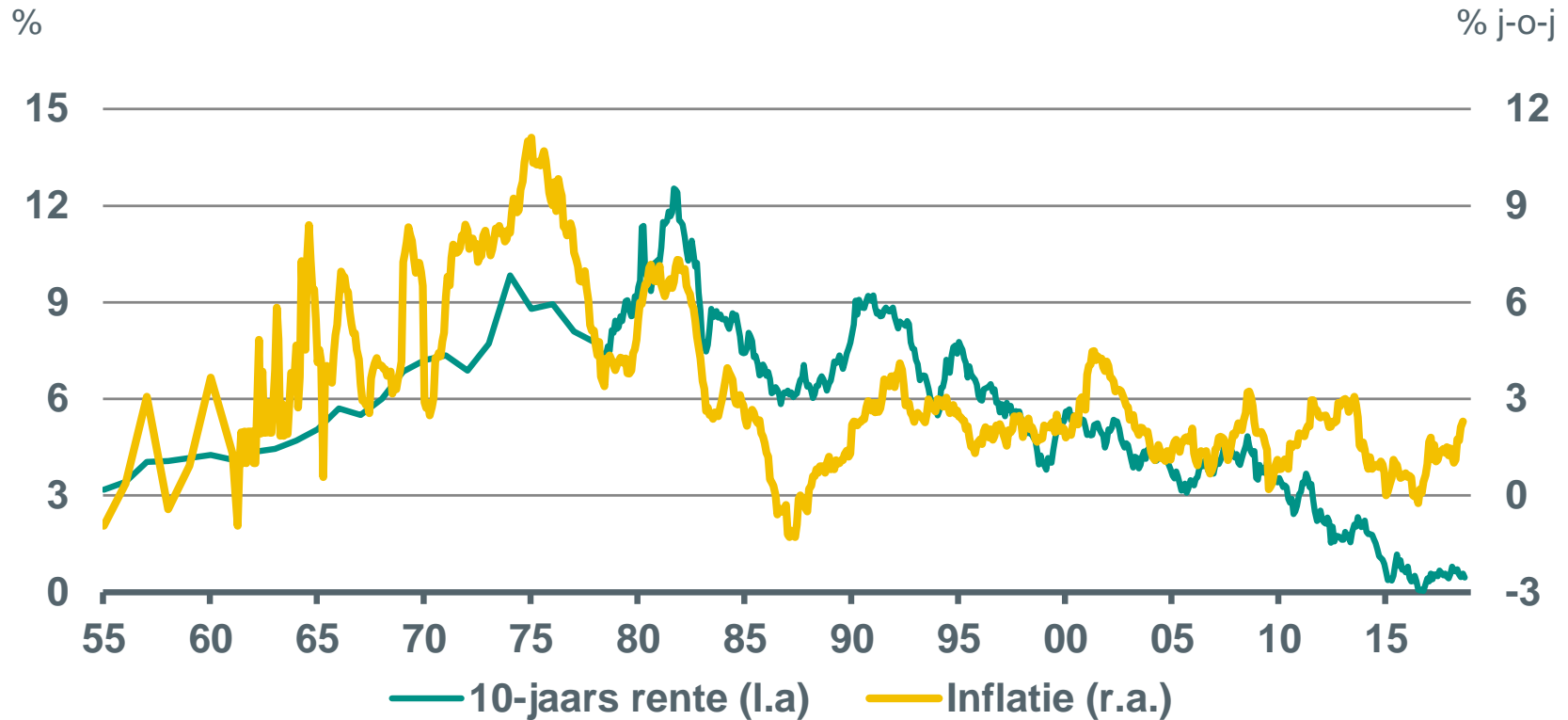
- Inflatie
- Inflatierisico
- Tijdsvoorkeur (term premium)
- Een reële vergoeding die samenhangt met rendementen op alternatieven, hangt samen met economische groei(potentie)
- Eventuele andere specifieke risico's (kredietrisico, illiquiditeitsrisico etc.)

## Wat zou de rente omhoog duwen?

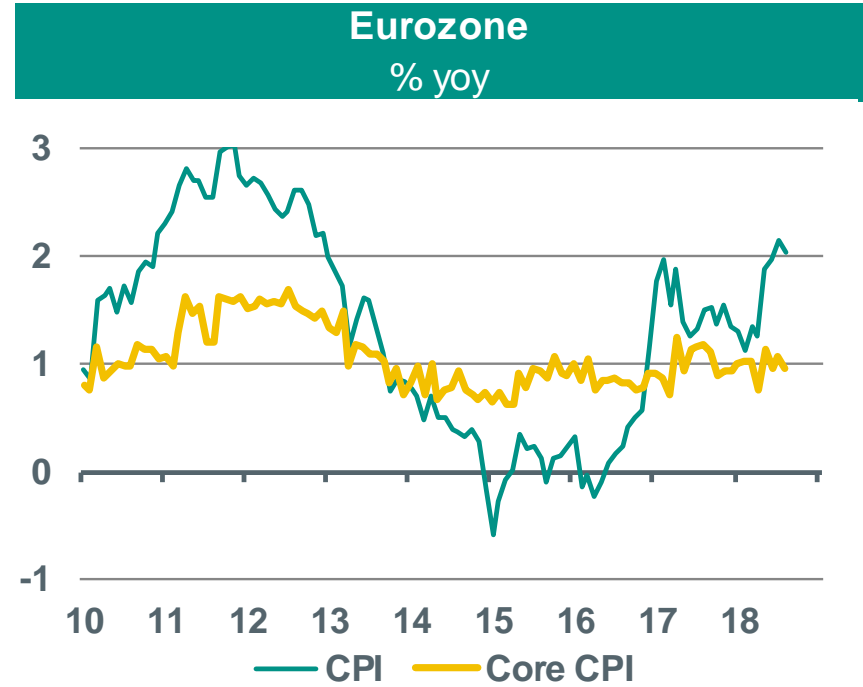
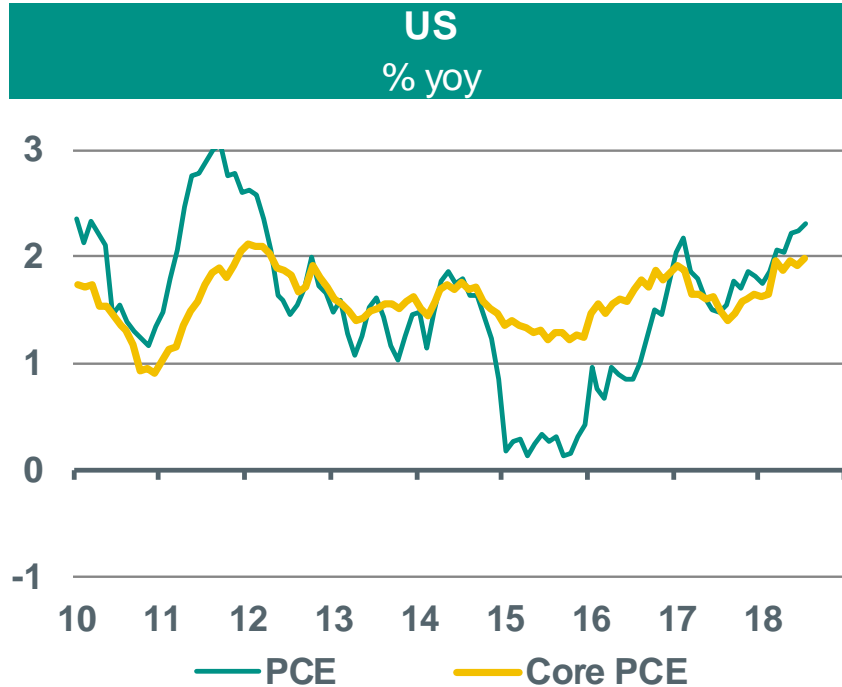
---

- Hogere inflatie
- Hogere (potentiële) economische groei
- Strakker monetair beleid
- Verminderde kredietkwaliteit in geval van de risicopremies
- Herprijzing van risico's
- (Geopolitieke) schok?

# Inflatie is belangrijk

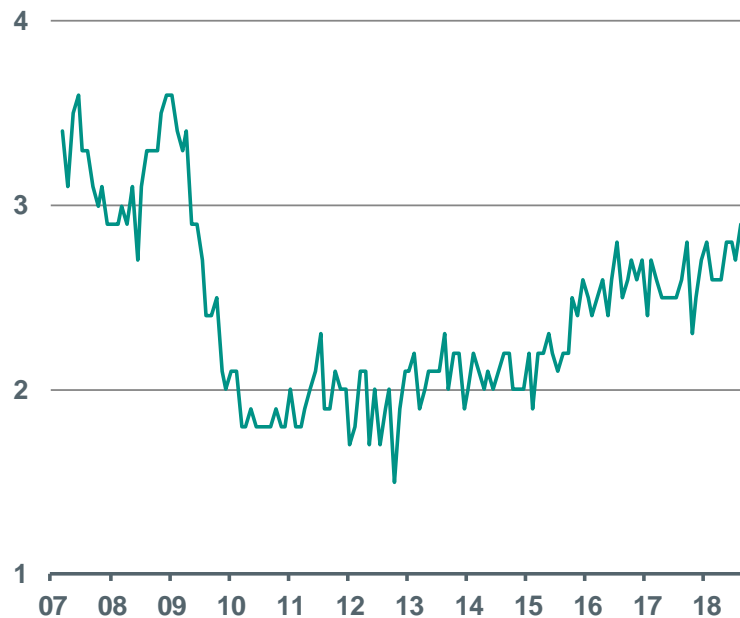


# Waar gaat het heen? De inflatie



# De inflatie - conjunctureel

## VS - average hourly earnings, % j-o-j



## Eurozone - nominal wages, % j-o-j

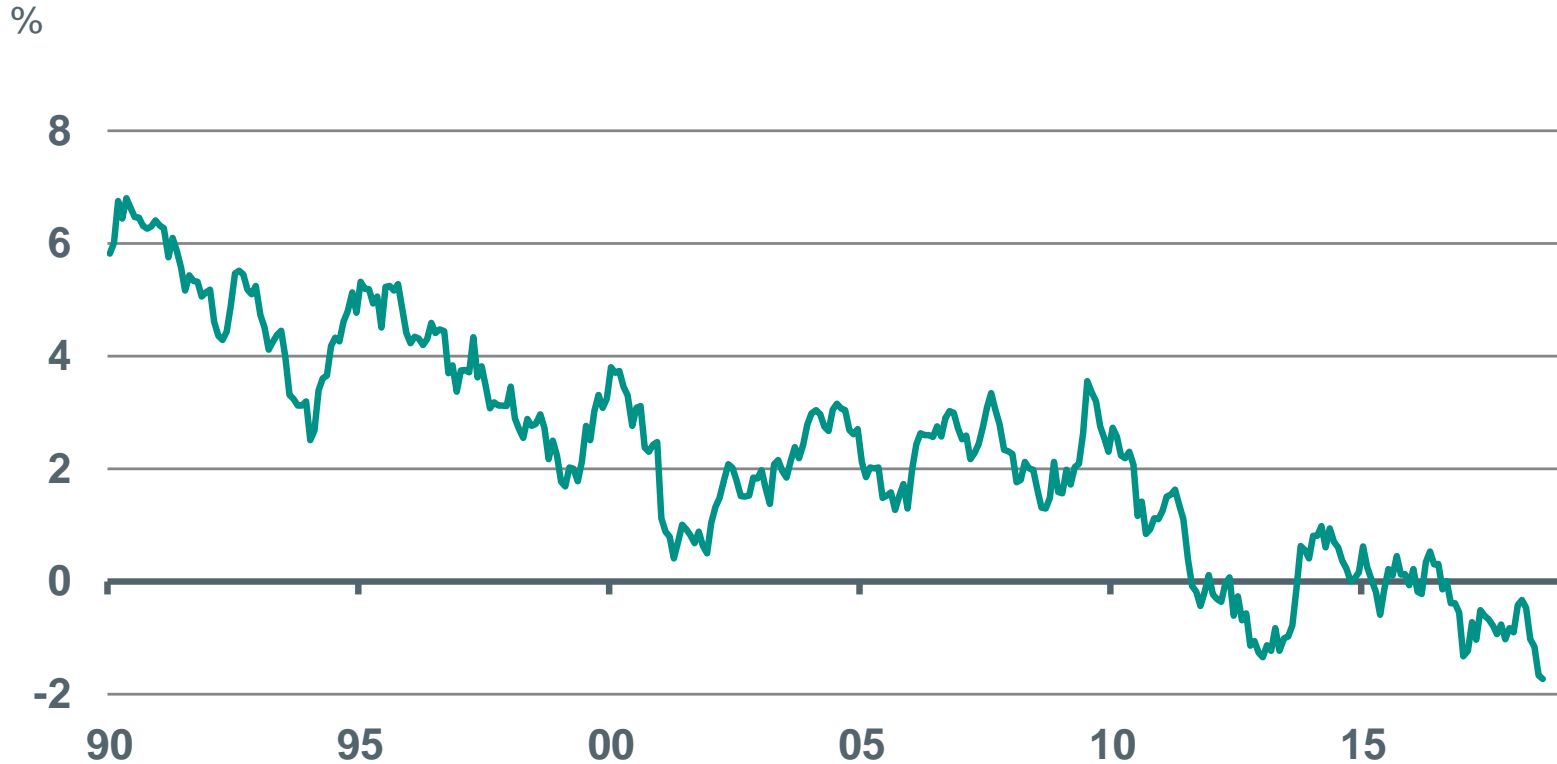


## Wat heeft de disinflatie sinds 1980 gedreven?

---

- Monetair beleid heeft inflatieverwachtingen verankerd
- Onderhandelingskracht van arbeid is verminderd, o.a. door verminderde macht vakbonden, wellicht ook door veranderende marktstructuren
- Globalisering en dus concurrentie door goedkope arbeid elders (denk vooral China)
- Technologie
- Demografie

## Ook de reële rente is gedaald (rente minus inflatie)





# Ook de reële rente is gedaald – waarom? De natuurlijke rente

VS, % j-o-j



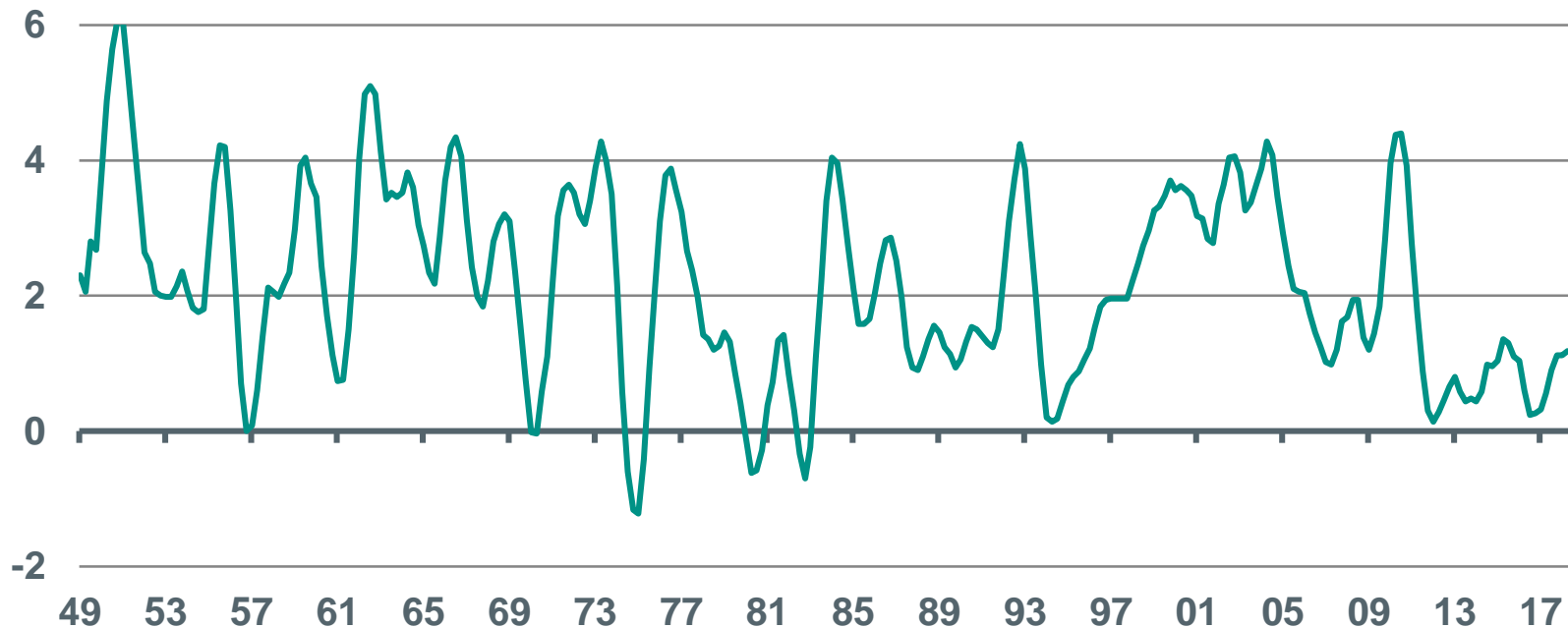
## Wat heeft de 'natuurlijke rente' naar beneden gedrukt?

---

- Lagere economische groei door lagere productiviteitsgroei: lagere potentiële groei
- Vraag naar *safe assets*; Ben Bernanke: *the savings glut*

# De reële rente is gedaald – waarom?

VS, productiviteitsgroei, % j-o-j, 4 kwartalen voortschrijdend gemiddelde

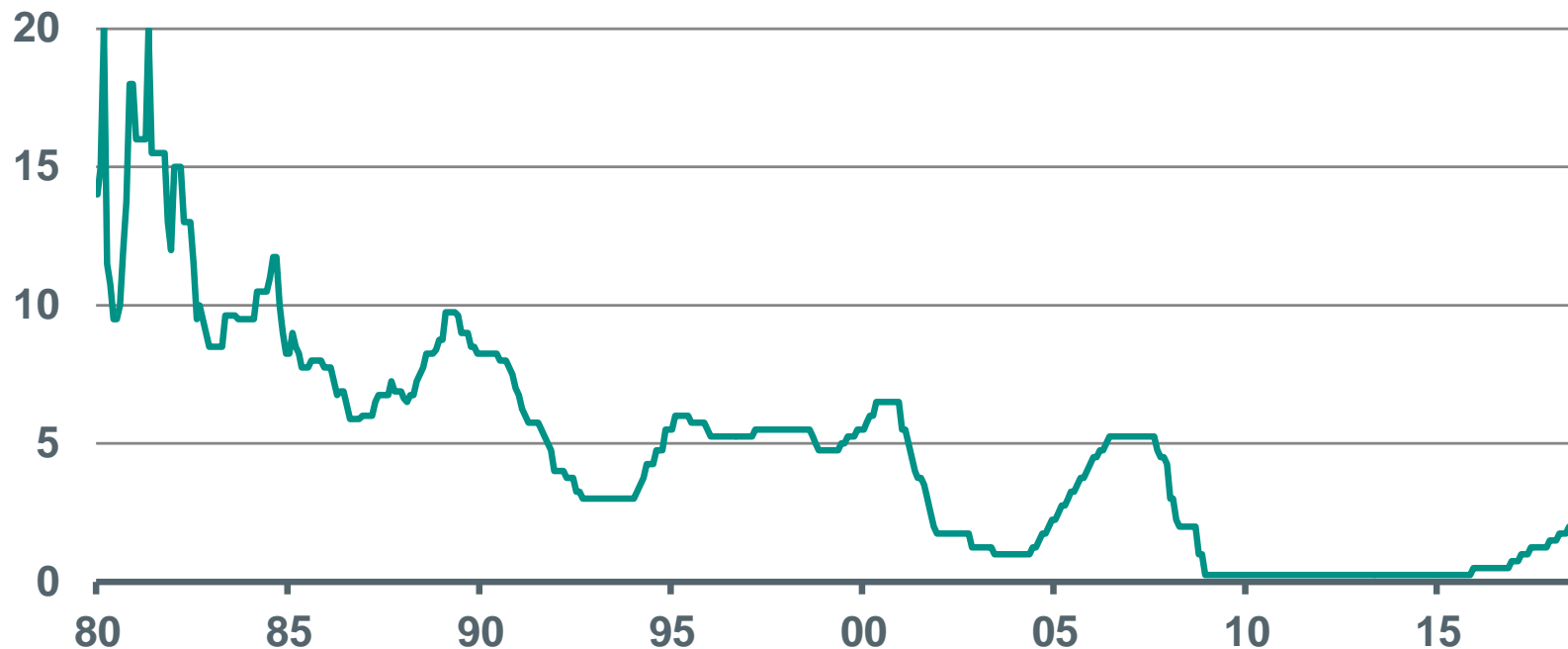


Gaan centrale banken verkrappen, en zo ja, hoe snel?

- Fed, al bezig met rentestijging sinds eind 2015 en balansverkorting sinds begin 2018
- ECB gaat nog door met QE tot eind 2018, daarna rente nog poos op huidige niveau en balanslengte blijft. Wij denken: eerste voorzichtige rentestijging eind 2019
- BoJ: laat het afhangen van marktomstandigheden

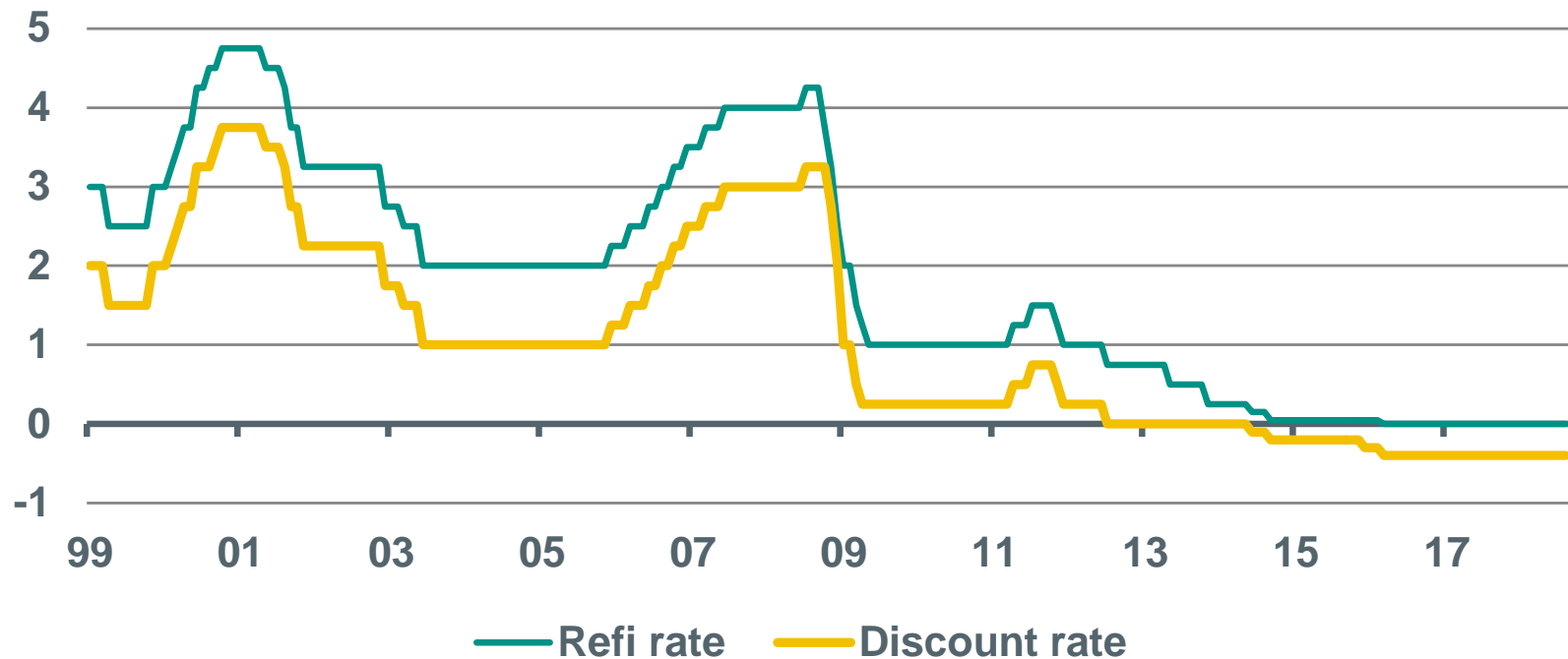
# Het monetaire beleid

VS, Fed funds rate, %



# Het monetaire beleid

ECB, %



# De inflatie - structureel

---

Hogere inflatie:

- Demografie
- Geen verdere globalisering, hogere lonen in opkomende landen

Neerwaartse druk:

- Technologie
- Marktstructuren?

Alles hangt af van de productiviteitsgroei



Centrale banken gaan verkrappen, maar dat betekent niet dat het anker van de inflatieverwachtingen los slaat.

## Komt er een schok die de rente doet stijgen?

---

- Meest waarschijnlijk is hogere risicopremies
- Geopolitieke schokken duwen de rentes in *safe havens* zoals Nederland juist naar beneden
- Hogere rente in bijvoorbeeld Italië door wantrouwen heeft effecten op de economie

## Conclusies

---

Op langere termijn:

- Inflatie: omhoog, maar niet veel
- Reële economische groei: omhoog, maar niet veel
- Monetair beleid: veel minder ruim, maar geleidelijk
- Schokken: leiden eerder tot lagere dan hogere Nederlandse rente

Als dit klopt, zal de rente stijgen. Dat gaat niet in een rechte lijn en zeker heel geleidelijk. Verwacht geen opwaartse schok. Lig er niet wakker van.

## Belangrijke informatie

---

ABN AMRO Economisch Bureau op het internet

<https://insights.abnamro.nl> – Nederlandse publicaties

<https://insights.abnamro.nl/en> – English publications

Deze presentatie wordt u ter informatie aangeboden. Voordat u investeert in enig product van ABN AMRO Bank N.V., dient u zich te informeren over mogelijke restricties die u als gevolg van de op u van toepassing zijnde wet- en regelgeving ondervindt. ABN AMRO Bank N.V. heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, aanvaardt echter geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. ABN AMRO Bank N.V. behoudt zich het recht voor deze presentatie te wijzigen. ABN AMRO Bank N.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.