

# De gevolgen van een langdurig lage rente en een eventuele rentestijging

Financieel  
**Stabiliteitscomité**

## Over het Financieel Stabiliteitscomité

Het Financieel Stabiliteitscomité heeft tot taak risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland te signaleren en daarover aanbevelingen te doen. Het comité is in november 2012 opgericht als uitvloeisel van de aanbevelingen van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (commissie De Wit). Het comité bestaat uit vertegenwoordigers van DNB, AFM en het ministerie van Financiën. Het comité komt tenminste tweemaal per jaar bijeen onder voorzitterschap van de president van DNB. De directeur van het CPB neemt als externe deskundige deel aan vergaderingen.

Het comité heeft de volgende activiteiten:

- De uitwisseling van informatie en analyses met betrekking tot de stabiliteit van het financiële stelsel, om zo mogelijke risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel te signaleren.
- Het bespreken van mogelijke handelwijzen voor het terugdringen van deze risico's, inclusief de mogelijkheden om het wettelijke instrumentarium te versterken dat DNB, de AFM en de Minister hiertoe ter beschikking hebben.
- Het uitbrengen van waarschuwingen en aanbevelingen aangaande de gesignaleerde risico's. Deze zijn openbaar, tenzij openbaarmaking achterwege dient te blijven vanwege mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit.
- Afstemming over de wijze waarop in Nederland opvolging wordt gegeven aan waarschuwingen en aanbevelingen van de *European Systemic Risk Board (ESRB)*.

# Inhoud

Leeswijzer	4
Samenvatting	5
De gevolgen van een langdurig lage rente en een eventuele rentestijging	8
Gevolgen van een langdurig lage rente	9
Gevolgen van een rentestijging	23

# Leeswijzer

4 Op 19 november 2019 heeft de Tweede Kamer de motie Omtzigt, De Vries en Bruins aangenomen, waarin het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) wordt verzocht de risico's van een langdurig lage rente én van een eventuele rentestijging in beeld te brengen.<sup>1</sup> In aanvulling op de motie heeft de vaste commissie voor Financiën in een brief van 19 december 2019, gericht aan de voorzitter van het FSC, de volgende vragen voorgelegd: 1) Wat zijn de gevolgen van een langdurig lage rentestand voor de Nederlandse economie? 2) Wat zijn de gevolgen van een stijging van de rente met 1%-punt? 3) Welke mogelijkheden zijn er om de risico's van een lage rentestand dan wel een onverwachtse fluctuatie in de rentestand te mitigeren?

Het FSC geeft door middel van deze notitie antwoord op deze vragen. Deze notitie brengt eerst de gevolgen van een langdurig lage rente voor de Nederlandse economie, de financiële stabiliteit en de financiële instellingen in kaart. Vervolgens verkent de notitie de gevolgen van een rentestijging van 1%-punt. De verschillende mogelijkheden om de risico's van een lage rentestand dan wel een onverwachtse fluctuatie te mitigeren worden behandeld in de secties over de gevolgen voor financiële instellingen. Het FSC heeft deze notitie besproken tijdens de vergadering die plaatsvond op 27 februari 2020.

---

<sup>1</sup> Motie Omtzigt, De Vries en Bruins, dd 13 november 2019 (Tweede Kamer, Kamerstuk 21501-7, nr. 1635): *De Kamer, gehoord de beraadslaging, constaterende dat het ECB-beleid grote effecten heeft op verschillende sectoren in de Nederlandse economie, waaronder bijvoorbeeld de pensioenfondsen; verzoekt: (i) het Financieel Stabiliteitscomité de volledige risico's van een langdurig lage rente en van een correctie op die rente in beeld te brengen; (ii) het CPB te vragen alle kosten, baten en risico's van de lage rente voor de Nederlandse economie in kaart te brengen en daarover een studie uit te brengen, en gaat over tot de orde van de dag.*

# Samenvatting

De rente is in Nederland historisch laag en kan nog lang laag blijven. De lage rente wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door afgenomen inflatie en door structurele factoren in de wereldeconomie, zoals een lagere potentiële groei, mondiaal toegenomen besparingen (mede door vergrijzing) en een afgenomen investeringsbereidheid. Ook het ruime monetaire beleid heeft bijgedragen aan de lage rente. Om de economie te ondersteunen hebben centrale banken, in lijn met hun mandaat voor prijsstabiliteit, in de afgelopen jaren de beleidsrentes verlaagd en daarnaast onconventionele maatregelen genomen, zoals het aankopen van obligaties. Mede hierdoor ligt de rentecurve niet alleen historisch laag, maar is deze met een klein verschil tussen de lange en de korte rente ook zeer vlak.

Huishoudens ondervinden op verschillende manieren de gevolgen van de lage rente. Huishoudens met hypotheekschulden profiteren van lagere rentelasten. Woningbezitters profiteren daarnaast van de stijgende huizenprijzen, terwijl starters op de woningmarkt hierdoor een hogere hypotheek moeten afsluiten om een woning te kunnen kopen. Tegelijkertijd nemen mede door de lage rente ook de vrijwillige aflossingen toe. Verder konden veel pensioenfondsen de afgelopen jaren niet volledig indexeren, of moesten ze zelfs korten, en ontvingen huishoudens nauwelijks rente op hun spaarrekening. Dit kan huishoudens ertoe aanzetten om meer te sparen. Bijvoorbeeld voor hun pensioen, als zij hun pensioenambitie willen waarmaken. Naast deze vrijwillige besparingen, zijn ook de verplichte besparingen toegenomen door hogere pensioenpremies. Het opwaartse effect op de besparingen van huishoudens beperkt de stimulerende werking van de lage rente op de inflatie en de economische groei. Grote bedrijven hebben baat bij de lagere rentelasten op leningen. Ook maken de gestegen aandelenprijzen en gedaalde obligatierentes het voor hen aantrekkelijker om aandelen en obligaties uit te geven. Met name grote bedrijven hebben de afgelopen jaren hun financiering in obligatiemarkten dan ook sterk uitgebreid. Een keerzijde is dat de langdurig lage rente kan leiden tot misallocatie van productiefactoren bij bedrijven, met negatieve gevolgen voor het groeipotentieel van de economie. De overheid profiteert van de lage rente in de vorm van lagere rentelasten op de staatsschuld. De lage rente maakt het makkelijker om overheidsinvesteringen te doen, omdat investeringen die pas op lange termijn hun vruchten afwerpen hierdoor ceteris paribus eerder rendabel zijn. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is vooral van belang dat hierdoor structurele hervormingen kunnen worden versneld die bijdragen aan de houdbaarheid en stabiliteit van het financiële stelsel. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan investeringen die bijdragen aan de transitie naar een duurzamere economie met een CO<sub>2</sub>-neutrale energievoorziening. Ook maakt de lage rente het makkelijker om de hypotheekrenteaftrek verder af te bouwen en de fiscale bevoordeling van vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen te verminderen.

Naarmate de lage rente en het ruime monetaire beleid langer aanhouden, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe. De ruime financiële condities dragen weliswaar bij aan het stimuleren van de economische groei en de inflatie, maar werken ook de opbouw van kwetsbaarheden in de hand. Zo wakkeren de lage rente en het ruime monetaire beleid een zoektocht naar rendement aan, waarbij beleggers hun portefeuilles verschuiven naar activa

met een hoger risico. Door een toenemende risicobereidheid ontstaat er een opwaarts effect op de prijzen van risicovolle activa en neemt de kans op zeepebelvorming toe. Het financiële systeem wordt hierdoor kwetsbaarder voor een omslag in het sentiment. Daarnaast vermindert de lage rente de prikkel om schulden af te bouwen. De financieringslasten voor huishoudens, bedrijven en de overheid zijn laag, waardoor het aantrekkelijk blijft om uitgaven met vreemd vermogen te financieren en de afbouw van bestaande schulden wordt ontmoedigd. Dit wordt versterkt wanneer er bij aanhoudend lage rentes gewenning ontstaat.

In de afgelopen jaren hebben banken geprofiteerd van de gunstige economische omstandigheden, waaraan de lage rente heeft bijgedragen. Door de lage rente en het gunstige economische klimaat is de kans op wanbetaling van schulden afgenomen. Banken ondervinden nu echter steeds meer de negatieve gevolgen van de lage rente. Nederlandse banken zijn sterk afhankelijk van rente-inkomsten, en de neerwaartse druk hierop neemt toe. Banken zijn terughoudend om negatieve rentes door te berekenen aan huishoudens, waardoor depositofinanciering bij een aanhoudend lage rente steeds duurder wordt. Ook aan de uitleenkant ervaren banken inmiddels druk op hun rente-inkomsten, doordat de hypotheekrente in de loop van 2019 sterk is gedaald, de rentevaste periode van veel relatief winstgevende hypotheeklen afloopt en er vaker vervroegd wordt afgelost. Bij een aanhoudend lage rente is het voor banken niet eenvoudig om hun winstgevendheid op peil te houden. Banken kunnen zich hiervoor richten op verdere kostenbesparingen en het doorrekenen van kosten aan klanten.

De lage rente, voor lange looptijden, raakt ook (levens)verzekeraars en pensioenfondsen in de kern van hun bedrijfsmodel. Mede door hun relatief langlopende verplichtingen is de solvabiliteit onder druk komen te staan. Bij een aanhoudend lage rente komen daarnaast ook de rendementen op beleggingen steeds meer onder druk, waardoor het moeilijker wordt om aan de verplichtingen te voldoen. Dit geldt in het bijzonder voor levensverzekeraars met polissen waarop in het verleden rendementsgaranties zijn afgegeven. Verzekeraars hebben sinds de crisis maatregelen genomen om de sector toekomstbestendiger te maken, onder meer door consolidatie en kostenbesparingen. Desondanks blijft de financiële positie van verzekeraars kwetsbaar. Ook voor pensioenfondsen geldt dat het financieren van nominale toezeggingen in de toekomst steeds duurder wordt. Om de houdbaarheid van het pensioenstelsel voor de lange termijn te waarborgen, is het van belang dat de betrokken partijen dit jaar in goede samenwerking de afspraken uit het pensioenakkoord uitwerken.

Hoewel er een gereede kans is dat de rente nog lange tijd laag blijft, kan ook een rentestijging niet worden uitgesloten. Bij een rentestijging lopen de rentelasten voor huishoudens en bedrijven op. Met name bedrijven worden snel geraakt bij een rentestijging, omdat hun kredieten een relatief korte rentevaste periode hebben. Bij huishoudens duurt het langer voordat een rentestijging doorwerkt in hun lasten. Een kwantitatieve doorrekening van een rentestijging van één procentpunt laat zien dat dit op macroniveau een ongunstige invloed heeft op de Nederlandse economie. Dit komt vooral door een afname in consumptie, bedrijfsinvesteringen, export en werkgelegenheid.

Voor banken kan een rentestijging op langere termijn zorgen voor herstel van de winstgevendheid, omdat hun rentemarge zich dan kan herstellen. Tegelijk neemt het risico op wanbetaling toe, doordat de lasten van bedrijven en huishoudens toenemen. Pensioenfondsen en verzekeraars zien hun financiële positie verbeteren, wanneer de risicovrije rente stijgt. Wanneer de rentestijging echter wordt veroorzaakt door oplopende risicopremies, kan een rentestijging de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen en verzekeraars raken. Daarnaast kan vooral een schoksgewijze rentestijging zorgen voor liquiditeitsrisico's bij Nederlandse partijen die een grote portefeuille rentederivaten in beheer hebben. Financiële instellingen dienen in hun risicomangement rekening te houden met mogelijke scherpe marktcorrecties.

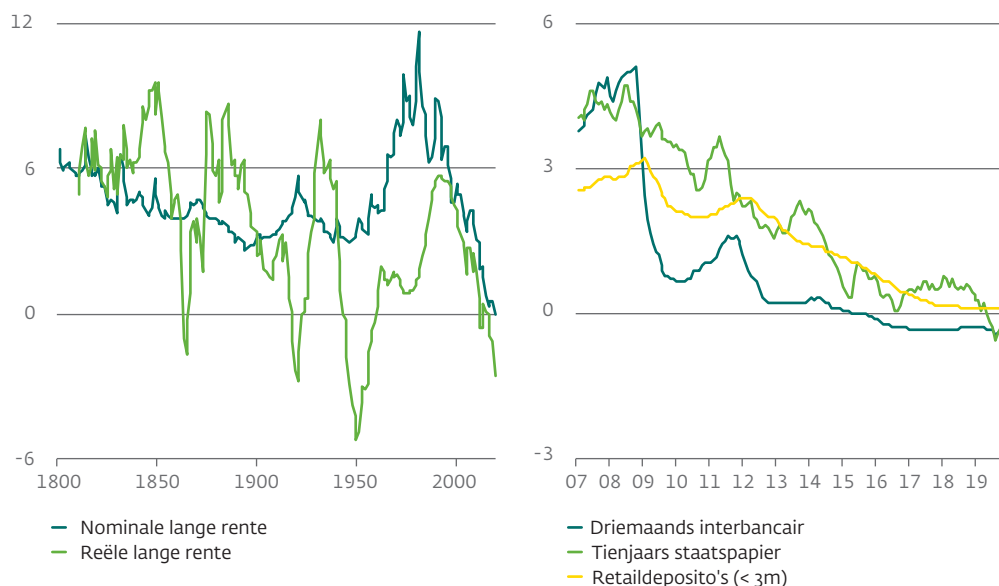
# De gevolgen van een langdurig lage rente en een eventuele rentestijging

8

**De rente is in de afgelopen decennia gedaald naar een historisch laag niveau en kan nog lange tijd laag blijven.** De trendmatige daling van de rente, zowel in nominale als in reële termen (figuur 1), is met name gedreven door een lagere inflatie en door structurele factoren in de wereldeconomie, zoals een lagere lange termijn groeiverwachting, mondiaal toegenomen besparingen (mede door vergrijzing) en een lagere investeringsbereidheid.<sup>2,3</sup> Ook het expansieve monetaire beleid van de afgelopen jaren heeft bijgedragen aan de daling van de rente. Het monetaire beleid neemt daarbij de door structurele factoren bepaalde rente, de zogeheten evenwichtsrente, als ijkpunt. Centrale banken hebben sinds de crisis de beleidsrente steeds verder verlaagd om deze onder de evenwichtsrente te drukken en daarmee de inflatie aan te wakkeren, in lijn met hun mandaat voor prijsstabiliteit. Daarnaast hebben centrale banken onconventionele maatregelen genomen om kapitaalmarktrentes verder te drukken, zoals het aankopen van staatsobligaties. Het precieze effect van het monetaire beleid op de rente is moeilijk vast te stellen. De *forward guidance* van de Fed en de ECB duidt erop dat het ruime monetaire beleid in zowel de Verenigde Staten als het eurogebied voorlopig zal worden voortgezet.

**Figuur 1 Rente in de afgelopen decennia trendmatig gedaald in Nederland**

Procenten per jaar



Bronnen: DNB en CBS.

Toelichting: De reële lange rente is een tienjaars voortschrijdend gemiddelde, met inflatie op basis van consumentenprijzen (vanaf 1900) en verschillende bronnen (voor 1900, bron: Reinhart/Rogoff-database).

<sup>2</sup> Zie Eichengreen (2015).

<sup>3</sup> Meer vooruitblikkend kan ook klimaatverandering en onzekerheid met betrekking tot de energie-transitie een neerwaarts effect op de rente hebben. Zo kunnen de kosten van een transitie naar een CO<sub>2</sub>-neutrale economie het besteedbaar inkomen verlagen en het rendement op kapitaal verlagen, waardoor de investeringsbereidheid en de potentiële groei daalt (NGFS, 2019).



**In de tweede helft van 2019 bereikten rentes een voorlopig dieptepunt.** In die periode besloten zowel de Fed als de ECB om het monetaire beleid verder te verruimen. Waar het begin 2019 nog de verwachting was dat het monetaire beleid langzaam zou worden afgebouwd, leidden toenemende handelsspanningen en zorgen over de wereldeconomie tot lagere inflatievooruitzichten, wat de aanleiding vormde voor verdere monetaire impulsen. In augustus 2019 bereikten rentes een voorlopig dieptepunt. Negatieve rentes zijn voor obligaties met een hoge kredietwaardigheid ook voor lange looptijden geen uitzondering meer. De rentecurve ligt daarmee niet alleen historisch laag, maar is met een klein verschil tussen de lange en de korte rente, ook zeer vlak.

## Gevolgen van een langdurig lage rente

### Gevolgen voor de Nederlandse reële economie

#### **Huishoudens ondervinden op verschillende manieren de gevolgen van de lage rente.**

De lage rente maakt het voor bedrijven en huishoudens goedkoper om geld te lenen, wat een positief effect heeft op de economische groei en de werkgelegenheid. Illustratief is dat de werkloosheid in de afgelopen jaren gedaald is tot 3,4%. Huishoudens met hypotheekschulden profiteren van lagere rentelasten op hun hypotheek. De meeste hypotheekschulden kennen wel een relatief lange rentevaste periode: in de afgelopen drie jaar had gemiddeld 36% van de nieuwe hypotheekleningen die werden afgesloten een rentevaste periode van meer dan 10 jaar. Hierdoor werkt de rentedalingsmet vertraging door in de rentelasten. Zo is de gemiddelde rente op uitstaande hypotheekleningen van banken gedaald van circa 5% in 2008 tot 2,9% eind 2019, terwijl de rente op nieuwe hypotheekleningen in diezelfde periode is gedaald tot 2,0%. Daarnaast leidt de lage rente, in combinatie met de economische groei, tot hogere huizenprijzen. Bij een lagere rente mag men meer lenen ten opzichte van het inkomen, omdat de woonlastennorm minder knellend wordt. Bij een lage rente zijn de lasten uit hoofde van hogere hypotheekleningen namelijk beter betaalbaar. Bovendien zijn beleggers in hun zoektocht naar rendement bereid om meer te betalen voor woningen en blijft het aanbod ondertussen achter.

**Een aanhoudend lage rente kan huishoudens stimuleren om hogere schulden aan te gaan.** Waar huizenbezitters profiteren van de hogere huizenprijzen, moeten starters op de woningmarkt zich hierdoor dieper in de schulden steken om een woning te kunnen kopen. Dit zet, samen met de hogere leencapaciteit bij een lagere rente, aan tot het aangaan van hogere hypotheekschulden. Zo is het aandeel huizenkopers dat bijna maximaal leent ten opzichte van hun inkomen de afgelopen jaren gestaag toegenomen.<sup>4</sup> Ook zijn er aanwijzingen dat er steeds vaker gebruik wordt gemaakt van uitzonderingsclausules om extra te kunnen lenen. Tegelijkertijd nemen door de lage rente ook de vrijwillige aflossingen toe (zie ook de sectie over de gevolgen van de lage rente voor banken). Terwijl de hypotheekschuld als percentage van het bbp daalt, neemt de absolute hypotheekschuld nog steeds toe.

<sup>4</sup> Zie DNB (2019).

**De lage rente werkt ook via een lagere vergoeding op spaartegoeden en via het pensioenvermogen door op huishoudens.** De lage rente maakt consumenten aantrekkelijker, maar kan huishoudens ook stimuleren om meer te sparen. Eind 2019 stond er bij Nederlandse banken voor 368 miljard euro aan spaargeld uit van Nederlandse huishoudens; 3,5% meer dan een jaar eerder. Deze toename wordt grotendeels gedreven door een stijging van de netto inleg. De toename kan mogelijk mede worden verklaard door het spaardoel-effect: voor een bepaald gewenst eindbedrag is bij een lagere rentevergoeding meer spaargeld nodig. Dit geldt bijvoorbeeld als mensen willen vasthouden aan hun pensioenambitie, nu veel pensioenfondsen de afgelopen jaren niet volledig konden indexeren of moesten korten vanwege een dekkingstekort. Naast deze vrijwillige besparingen zijn ook de verplichte pensioenbesparingen toegenomen, doordat veel pensioenfondsen hun premies hebben verhoogd. Het opwaartse effect op de besparingen van huishoudens beperkt de stimulerende werking van de lage rente op de inflatie en de economische groei.

**Op het gebied van beleggen zijn er bij huishoudens nog geen grote verschuivingen zichtbaar als gevolg van de lage rente.** Het aantal beleggende huishoudens is in de periode 2015-2018 redelijk stabiel gebleven. Verschillende banken geven echter aan dat zij recent een stijging in de interesse naar beleggingen zien. In een recente AFM Consumentenmonitor onder beleggers die tussen 2015 en 2019 zijn ingestapt geeft tevens de helft aan dat de lage rente een reden was om te beginnen met beleggen. Een verdere daling van de spaarrente, mogelijk in combinatie met attractieve beleggingsapps, zou ertoe kunnen leiden dat meer huishoudens hun spaargeld gaan beleggen en dus meer risico nemen.

**Met name grote bedrijven profiteren van gedaalde rentelasten.** Vanwege hogere operationele kosten, en mogelijk vanwege het hogere risicoprofiel, vragen banken voor kleine leningen een hogere rente dan voor grote leningen. Het renteverskil tussen grote en kleine leningen is in Nederland momenteel groter dan vóór de financiële crisis (figuur 2). Daarnaast zijn de acceptatiecriteria voor zowel grote als kleine bedrijven na de crisis aangescherpt en zijn deze alleen voor grote bedrijven inmiddels weer versoepeld, waardoor zij makkelijker toegang hebben tot bancair krediet. Verder maken de gestegen aandelenprijzen en gedaalde obligatierentes het voor grote bedrijven goedkoper om aandelen of obligaties uit te geven. Grote bedrijven hebben de afgelopen jaren hun financiering in obligatiemarkten dan ook sterk uitgebreid, terwijl het MKB nog altijd grotendeels afhankelijk is van bankleningen.<sup>5</sup>

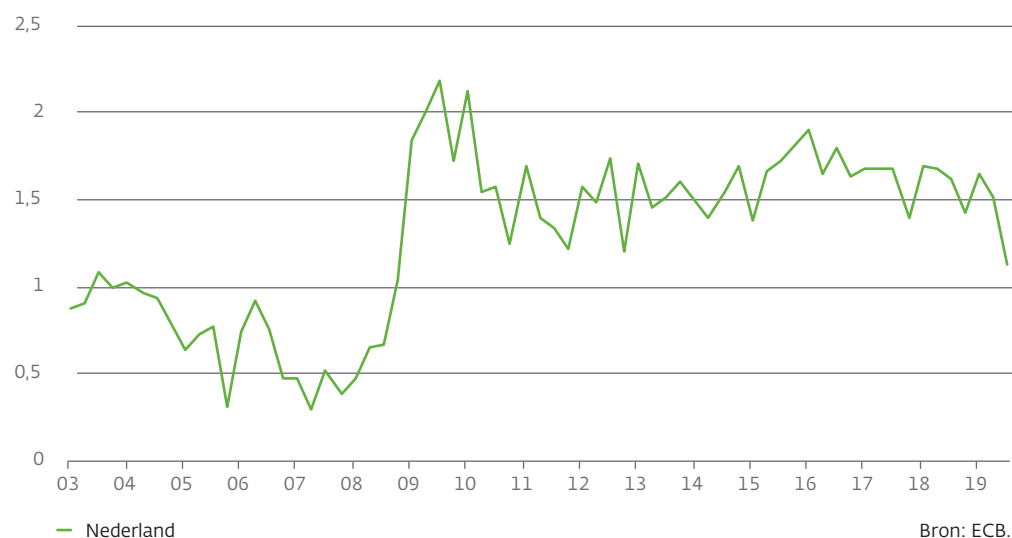
**De langdurig lage rente kan leiden tot misallocatie van productiefactoren bij bedrijven, met negatieve gevolgen voor het groeipotentieel van de economie.** In theorie zouden in een economie zonder verstoringen de productiefste bedrijven de grootste productie moeten hebben. Als niet alle bedrijven even gemakkelijk aan kapitaal en arbeid kunnen komen, kan dat leiden tot misallocatie. De marginale kosten van productieve bedrijven die verstoringen ervaren kunnen hierdoor immers oplopen, met een hogere prijs en minder afzet tot gevolg. Verschillende empirische onderzoeken laten zien dat een langdurig lage rente in landen als

5 DNB (2020).

Japan (zie ook Box 1) en het VK heeft geleid tot misallocatie van productiefactoren.<sup>6</sup> Voor Nederland is gedetailleerd empirisch onderzoek over de relatie tussen misallocatie en de lage rente schaars. Wel is aangetoond dat in Nederland de misallocatie van kapitaal bij bedrijven sinds de financiële crisis behoorlijk is toegenomen. [De Winter & Bun \(2019\)](#) laten zien dat de misallocatie samenhangt met het feit dat vooral kleine en productieve bedrijven moeite hebben met het aantrekken van kapitaal.

## Figuur 2 Renteverval tussen grote en kleine leningen aan bedrijven in Nederland groter dan voor de financiële crisis

Procenten



Toelichting: Het betreft het renteverval tussen leningen van minder en meer dan EUR 1 mln.

**De overheid profiteert van de lage rentelasten op de staatsschuld en heeft door de lage rente de kans om structurele hervormingen te versnellen.** De rentelasten van de overheid zijn de afgelopen jaren fors gedaald: terwijl deze in 2008 nog 3,7% van de overheidsschuld bedroegen, zijn ze in 2019 gedaald tot 1,6%. De lage rente maakt het makkelijker om overheidsinvesteringen te doen, omdat investeringen die pas op lange termijn hun vruchten afwerpen hierdoor ceteris paribus eerder rendabel zijn. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is vooral van belang dat hierdoor structurele hervormingen kunnen worden versneld die bijdragen aan de houdbaarheid en stabiliteit van het financiële stelsel. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan investeringen die bijdragen aan de transitie naar een duurzamere economie met een CO<sub>2</sub>-neutrale energievoorziening. Verder maakt de lage rente het ook een geschikt moment om de hypotheekrenteaftrek verder af te bouwen en de fiscale bevoordeling van vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen te verminderen.

<sup>6</sup> Zie bijvoorbeeld [Hoerberichts en Van den End \(2018\)](#) en [Barnett et al. \(2014\)](#).

## Box 1 Gevolgen van de langdurig lage rente in Japan

Japan heeft al veel langer ervaring met lage rentes. Na de vastgoed- en aandelen crisis begin jaren negentig daalde de lange rente in Japan fors, van 8% tot circa 2%, en de korte rente tot rond de 0%. Inmiddels ligt ook de lange rente rond de 0% (figuur 3).

### Figuur 3 Japanse nominale rentes al decennialang laag

Procenten



Japan kent tegelijkertijd een hoge overheidsschuld, een lage inflatie en een lage economische groei. De Japanse centrale bank heeft hierdoor weinig ruimte om de rente te verhogen. Structurele factoren, zoals de vergrijzing, spelen een grote rol bij de lage economische groei: Japan heeft een veel oudere bevolking dan Europese landen, waardoor de beroepsbevolking snel krimpt. Op dit moment staan er in Japan tegenover elke 100 mensen die deel uitmaken van de beroepsbevolking 48 ouderen (met leeftijd van 65 jaar of ouder). In 2050 zijn dit er naar verwachting 74. Ter vergelijking: in Nederland zijn dat er op dit moment 31 en stijgt dit cijfer volgens de [Verenigde Naties](#) in de komende dertig jaar naar 49 ouderen.

Door de crisis van begin jaren negentig steeg het aantal problemleningen bij Japanse banken. De lage rente maakte het mogelijk om deze leningen door te rollen, waardoor banken hun directe verliezen beperkt hielden. Wel werden hierdoor zwakke ondernemingen in stand gehouden, wat een negatieve impact heeft gehad op het groeipotentieel van de

Japanse economie.<sup>7</sup> Jaren later moesten banken alsnog forse verliezen nemen op hun problemleningen.

De lage rente heeft de rentemarge van Japanse banken uitgehold. Circa 45% van alle binnenlandse uitstaande leningen is in handen van regionale banken, die relatief afhankelijk zijn van depositofinanciering. Zij ondervinden veel last van de lage rente. Daarbij heeft de vergrijzing ertoe geleid dat de vraag naar leningen afneemt. Inmiddels maakt de helft van de regionale banken verlies op hun kernactiviteiten, waar dit in 2011 nog gold voor 12%.<sup>8</sup> Grote banken zijn daarentegen meer gediversifieerd en verdienen bijvoorbeeld ook aan commissies.

Tot slot zijn Japanse banken in hun zoektocht naar rendement risicovoller krediet gaan verstrekken. Zo verstrekken zij bijvoorbeeld relatief veel leningen aan kleine bedrijven. Een groot deel van deze leningen is bestemd voor de vastgoedsector. Deze leningen kennen mogelijk een hoger risico vanwege de hoge waarderingen op de Japanse vastgoedmarkten en de krimpende bevolking, die op lange termijn tot een neerwaartse druk op vastgoedprijzen kan leiden.

Ook de Japanse levensverzekeringssector kampt al lange tijd met de gevolgen van de lage rente. Deze heeft geleid tot het faillissement van verschillende verzekeraars, waarbij in een aantal gevallen de rechten van polishouders gekort moesten worden. Daarnaast hebben verzekeraars als gevolg van de lage rente de rendementsgaranties op nieuwe polissen verlaagd. Ook zijn er in Japan verschillende beleidsmaatregelen getroffen om de problematiek bij verzekeraars het hoofd te bieden. Zo zijn de solvabiliteitseisen aangescherpt en is er een regime geïntroduceerd om falende verzekeraars af te kunnen wikkelen.

### Gevolgen voor de financiële stabiliteit

**Naarmate de lage rente en het ruime monetaire beleid langer aanhouden, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe.** Op de korte en middellange termijn dragen de ruime financiële condities bij aan het stimuleren van de inflatie en de economische groei, doordat huishoudens gemakkelijk geld aan kunnen trekken om hun consumptie te financieren. De toegenomen vraag zet bedrijven aan tot extra investeringen, die ze tegen lagere kosten kunnen financieren. Tegelijkertijd werkt de lage rente echter de opbouw van kwetsbaarheden in de hand. De neveneffecten van het expansieve monetaire beleid worden daarmee steeds zichtbaarder.

<sup>7</sup> Caballero et al. (2008).

<sup>8</sup> IMF (2018).

### De lage rente en het ruime monetaire beleid wakkeren een zoektocht naar rendement aan.

In deze zoektocht verschuiven beleggers hun portefeuilles naar activa met een hoger verwacht rendement, maar met een navenant hoger risico. Ook bij Nederlandse financiële instellingen zijn er aanwijzingen voor search for yield gedrag.<sup>9</sup> Op mondiaal niveau illustreert de groeiende markt voor hefboomleningen, in combinatie met een versoepeling van leenstandaarden, de toenemende risicobereidheid van beleggers.<sup>10</sup> Hefboomleningen zijn leningen met een verhoogd risicoprofiel aan bedrijven met een lage kredietwaardigheid of aan bedrijven die al aanzienlijk zijn gefinancierd met schulden. Volgens cijfers van de Bank of England is deze markt alleen al in de periode 2016-2019 met 30% gegroeid naar een omvang van USD 3,4 biljoen, en vormt deze daarmee 11% van het krediet aan niet-financiële bedrijven in ontwikkelde landen. De blootstelling van Nederlandse financiële instellingen blijft daarentegen tot nu toe relatief beperkt.<sup>11</sup>

**Deze search for yield kan de prijsvorming op financiële markten beïnvloeden.** Door een verschuiving naar meer risicovolle beleggingen ontstaat een opwaarts effect op de prijzen van deze activa. Illustratief zijn de sterk gedaalde risicopremies op risicovolle Europese bedrijfsobligaties, waaruit blijkt dat beleggers in hun zoektocht naar rendement bereid zijn minder compensatie te ontvangen voor het hogere risico dat ze lopen (figuur 4, linkerpaneel).

### Figuur 4 Zoektocht naar rendement drukt risicopremies en stuwt aandelenprijzen

Procenten per jaar; ratio



Bron: Refinitiv.

<sup>9</sup> DNB (2019).

<sup>10</sup> FSB (2019).

<sup>11</sup> DNB (2019).

Tegelijkertijd laten wereldwijde aandelenbeurzen al sinds 2009 een min of meer opgaande lijn zien en zijn de koers-winstverhoudingen op (met name Amerikaanse) aandelen hoog (figuur 4, rechterpaneel). Ook in de tweede helft van 2019 stegen de Amerikaanse aandelenkoersen verder, terwijl de onzekerheid over de economische groei en toekomstige winsten toenam.<sup>12</sup> Recent onderzoek van [DNB](#) laat zien dat periodes rond de aankondiging van monetaire verruiming gepaard gaan met een sterke stijging van aandelenwaarderingen. Deze stijgingen zijn sterker dan op basis van onderliggende factoren, zoals winstvooruitzichten, mag worden verwacht.

**Het financiële systeem wordt door de hoge risicobereidheid van beleggers kwetsbaarder voor een omslag in het sentiment.** Doordat beleggers in toenemende mate bereid zijn om grotere risico's te nemen, neemt de kans op zeepbelvorming toe. Tegen de achtergrond van uitbundige financiële markten kan financiële instabiliteit ontstaan en worden *boom-en-bust* cycli versterkt. Met name voor beleggers die hun risicoprofiel hebben vergroot neemt de gevoeligheid voor schokken op financiële markten en economische tegenwind toe. Er zijn verschillende factoren die voor een omslag in het marktsentiment kunnen zorgen. Zo kan het Brexit-proces tot schokken leiden als er niet tijdig een handelsovereenkomst tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk wordt gesloten. Ook de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China en andere geopolitieke conflicten in de wereld kunnen voor schokken op financiële markten zorgen.

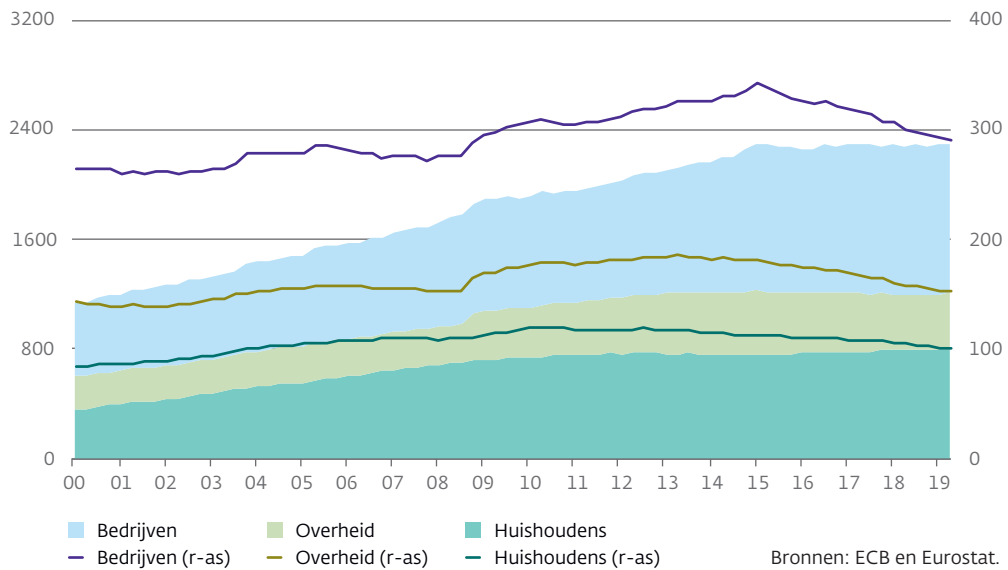
**Daarnaast vermindert de aanhoudend lage rente wereldwijd de prikkel om schulden af te bouwen.** De financieringslasten voor huishoudens, bedrijven en de overheid zijn laag, waardoor het aantrekkelijk blijft om uitgaven met vreemd vermogen te financieren en de afbouw van bestaande schulden wordt ontmoedigd. Wanneer er door een aanhoudend lage rente gewenning optreedt ontstaat het risico dat men zich te veel aan de lage rente gaat laven, en wordt de prikkel om schulden omlaag te brengen nog kleiner. Cijfers van de BIS laten zien dat de gezamenlijke schulden van overheden, bedrijven en huishoudens wereldwijd eind 2019 met 242% van het bbp nog hoger lagen dan vlak voor de crisis (210% eind 2007). In Europa hebben juist de overheden met relatief hoge schulden, hun schulden slechts beperkt teruggebracht. Bovendien leunen overheden in sommige van deze landen nog sterk op hun eigen bankensector. Een plotselinge stijging van risicopremies zou daarmee kunnen leiden tot een heropleving van de Europese schuldencrisis. Figuur 5 toont de ontwikkeling van schulden van huishoudens, bedrijven en de overheid in Nederland. De schulden zijn ten opzichte van het bbp enigszins gedaald. Tegelijk zijn de schuld niveaus van huishoudens, bedrijven en overheid in absolute termen hoger dan voor de crisis. Alleen de overheidsschuld is in de afgelopen jaren gedaald. Hoge schulden kunnen negatieve economische schokken versterken, zoals de onderwaterproblematiek op de Nederlandse huizenmarkt na de crisis heeft laten zien.

---

<sup>12</sup> [IMF](#) (2019).

## Figuur 5 Nederlandse schulden licht gedaald ten opzichte van bbp, maar in absolute zin toegenomen

Miljarden euro; procenten bbp (rechteras)



### Gevolgen voor financiële instellingen

#### Banken

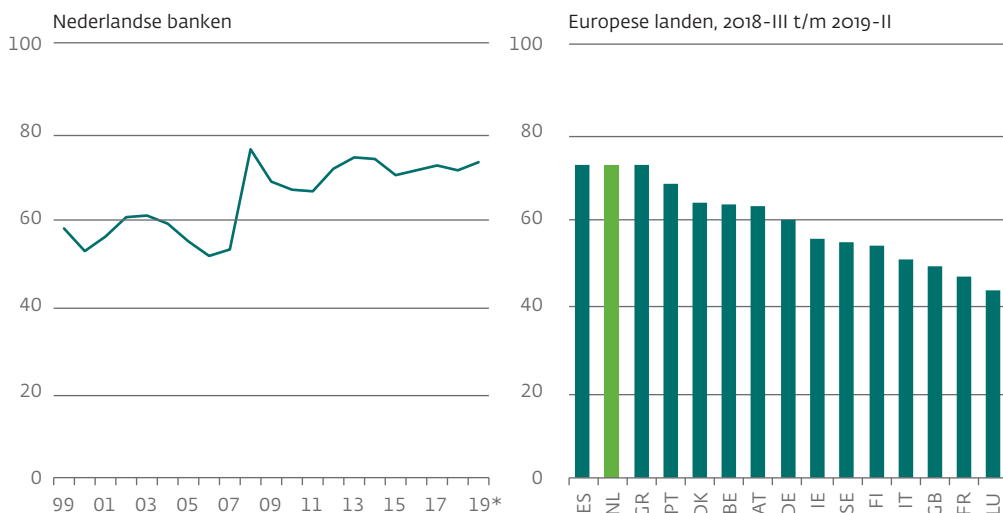
**In de afgelopen jaren hebben banken geprofiteerd van de gunstige economische omstandigheden, waaraan de lage rente heeft bijgedragen.** Door de lage rente en het gunstige economische klimaat is de kans op wanbetaling van schulden afgenomen. Banken hoeven hierdoor minder kredietvoorzieningen aan te houden, wat een positief effect heeft op de winstgevendheid van banken. Banken ondervinden nu echter steeds meer de negatieve gevolgen van de lage rente, omdat de neerwaartse druk op hun rente-inkomsten toeneemt.

**Rentebaten zijn voor Nederlandse banken de belangrijkste bron van inkomsten.** Na de crisis zijn Nederlandse banken steeds afhankelijker geworden van rente-inkomsten (figuur 6, linkerpaneel), mede omdat zij zich minder op zakenbankieren zijn gaan richten. Medio 2019 bestaat ruim 74% van de totale inkomsten van Nederlandse banken uit rente-inkomsten. In andere Europese landen zijn banken vaak minder afhankelijk van rente-inkomsten (figuur 6, rechterpaneel).



## Figuur 6 Nederlandse banken sterk afhankelijk van rente-inkomsten

Percentage netto rentebaten in de totale baten



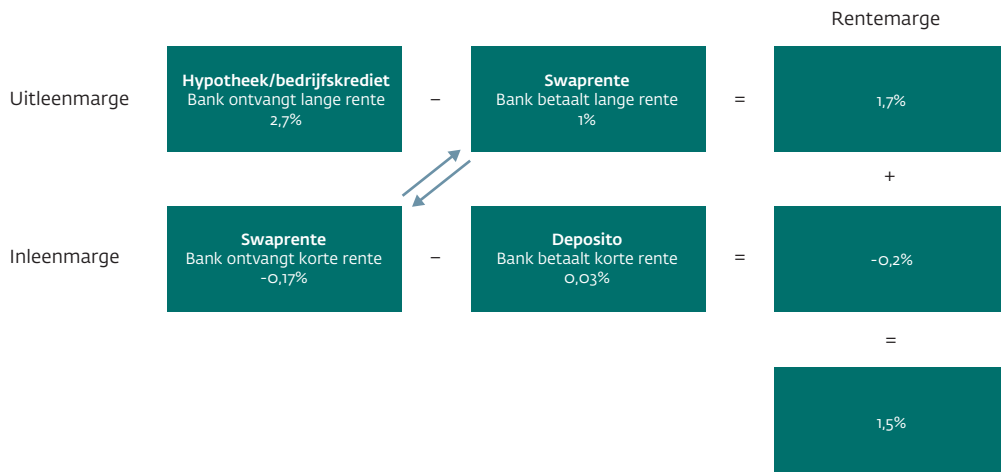
Bronnen: DNB en ECB.

Toelichting: 2019 betreft de eerste twee kwartalen.

**Banken kunnen op drie manieren rente-inkomsten genereren: via looptijdtransformatie, de inleenmarge en de uitleenmarge.** Banken financieren zich met middelen die een relatief korte looptijd hebben, zoals deposito's. Zij verstrekken vervolgens langlopende kredieten, zoals hypotheeklen. Als er sprake is van een rentecurve waarbij de lange rente boven de korte rente ligt, kunnen banken profiteren van deze *maturity mismatch*. Banken lopen dan echter wel het risico dat de korte rente stijgt, waardoor hun rentelasten snel zouden toenemen. Daarnaast ontstaan rentebaten doordat de rentes op deposito's en kredieten niet gelijk zijn aan swaprentes met dezelfde looptijd. Er is sprake van een inleenmarge – het verschil tussen de depositorente en de bijbehorende swaprente – en een uitleenmarge – het verschil tussen de rente op een hypotheek of bedrijfskrediet en de bijbehorende swaprente (figuur 7).

**Nederlandse banken dekken hun renterisico grotendeels af en verdienen hierdoor nauwelijks aan looptijdtransformatie.** Wanneer er sprake is van een grote mismatch tussen de rentelooptijd van activa (zoals hypotheeklen) en passiva (zoals deposito's) sluiten banken doorgaans rentederivaten af. Zij sluiten swapcontracten af waarbij ze bijvoorbeeld een (lange) vaste swaprente betalen, en een (korte) variabele swaprente ontvangen. Banken zijn hierdoor minder gevoelig voor renteschommelingen, maar genieten hierdoor

18 **Figuur 7 Gestileerde weergave van de manier waarop rente-inkomsten tot stand komen**



Noot: Dit betreft een versimpelde weergave. In de praktijk werkt de daling van de swaprente vertraagd door op de inleenmarge, omdat banken rekening houden met de gedragsmatige looptijd van deposito's, die langer is dan de contractuele looptijd. De genoemde cijfers zijn fictief en dienen ter illustratie.

slechts weinig rente-inkomsten uit looptijdtransformatie.<sup>13</sup> Dit was ook al het geval vóór de recente rentedaling.<sup>14</sup> Het bedrijfsmodel van banken die wél sterk leunen op inkomsten uit looptijdtransformatie staat door de vervlakking van de rentecurve in de afgelopen jaren onder druk. Dit geldt bijvoorbeeld voor banken uit sommige andere Europese landen, die een minder groot deel van hun renterisico afdekken.

**Banken zijn terughoudend om negatieve rentes door te berekenen aan particuliere spaarders, waardoor depositofinanciering bij een aanhoudend lage rente steeds duurder wordt.** Normaal gesproken ligt de depositorente onder de swaprente, en is de inleenmarge dus positief. Momenteel is deze echter negatief. Markrentes, en daarmee swaprentes, zijn inmiddels overwegend negatief. Banken zijn echter terughoudend om de rente op met name spaar- en retaildeposito's van huishoudens volledig mee te laten dalen met de marktrente. Er is weinig maatschappelijk draagvlak voor negatieve spaarrentes op spaartegoeden van huishoudens. Bovendien zouden spaarders bij een negatieve rente ook geneigd kunnen zijn spaargeld op te nemen. Het niet doorberekenen van negatieve rentes maakt depositofinanciering steeds kostbaarder voor banken. De verslechtering van de inleenmarge werkt vertraagd door in de rente-inkomsten van banken, omdat banken rekening houden met de

<sup>13</sup> Voor een aanzienlijk deel van de activa (hypotheekleningen waarop vervroegd afgelost kan worden) en passiva (direct opvraagbare tegoeden) wordt de gedragsmatige rentelooptijd gemodelleerd. Deze wijkt namelijk af van de contractuele looptijd: bij direct opvraagbare tegoeden is deze langer dan de contractuele looptijd, en bij hypotheekleningen korter. De mate waarin banken renterisico lopen hangt daardoor ook af van de mate waarin zij de gedragsmatige rentelooptijd van deze activa en passiva juist kunnen inschatten.

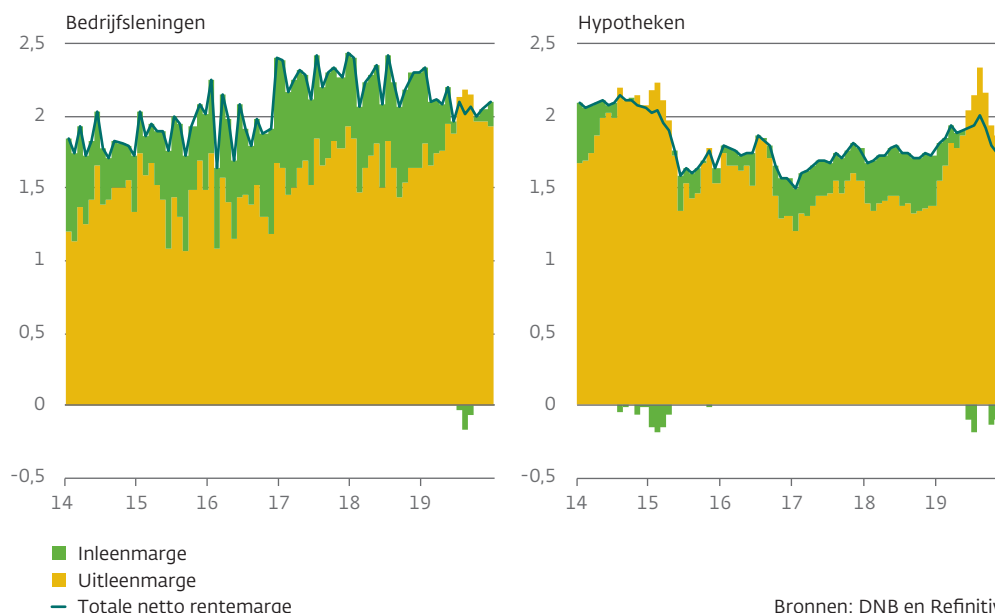
<sup>14</sup> Chaudron (2016).

gedragsmatige looptijd van deposito's, en deze saldi derhalve voor verschillende looptijden vastzetten in de markt. Bij aanhoudend lage marktrentes zal marktfinanciering relatief aantrekkelijker worden, en zullen banken nog minder geneigd zijn nieuwe depositofinanciering aan te trekken.

**Ook aan de uitleenkant ervaren banken druk op hun rente-inkomsten, onder andere omdat veel winstgevende hypotheekaflopen en er relatief vaak vervroegd wordt afgelost.** Nadat de uitleenmarge op hypotheekrentes als gevolg van de toenemende concurrentie van onder andere pensioenfondsen en verzekeraars met name in 2015 fors daalde, bleef deze marge in de jaren daarna op peil. In de eerste helft van 2019 begon de uitleenmarge zelfs weer op te lopen, doordat de hypotheekrente op peil bleef terwijl de marktrente daalde. Vanaf de tweede helft van 2019 zijn de hypotheekrentes echter weer gedaald, waardoor de uitleenmarge op nieuwe hypotheekrentes recentelijk is afgenomen (figuur 8). De daling in de netto hypotheekmarge vindt zijn oorzaak echter vooral in de negatieve inleenmarge, waardoor betaal- en spaartegoeden een duurder financieringsbron zijn geworden. Naar verwachting zullen hypotheekrentes de komende tijd tegen minder winstgevende condities worden uitgegeven en doorgerold. Van een groot deel van de in de periode 2010-2014 afgesloten hypotheekcontracten, die zijn verstrekt met relatief hoge marges, loopt in de komende vijf jaar de rentevaste periode af. Verder wordt een deel van de overige hypotheekrentes met hoge marges vervroegd afgelost, bijvoorbeeld omdat de woning wordt verkocht. Ook wordt er relatief veel vrijwillig afgelost. Huishoudens mogen een bepaald gedeelte van de lening boetevrij aflossen, vaak 10, 15 of 20% per jaar. Als het bedrag dat wordt afgelost

**Figuur 8 Hogere uitleenmarges compenseren daling van de inleenmarges voor het zakelijk bedrijf, maar niet langer voor hypotheekrentes**

Procenten



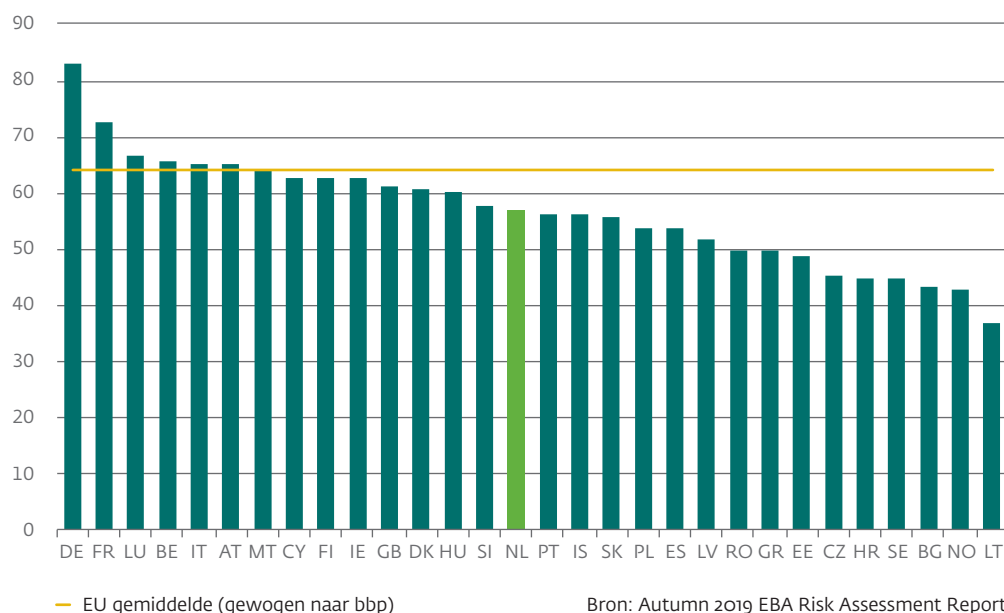
Bronnen: DNB en Refinitiv.

hoger is dan dit boetevrije gedeelte ontvangen hypotheekverstrekkers een vergoeding, waardoor toekomstige rente-inkomsten naar voren worden gehaald. Huishoudens kiezen er echter vaak voor om exact dat deel van de lening af te lossen dat boetevrij kan worden terugbetaald: circa een derde van de EUR 65 miljard die in de periode 2013-2018 in totaal vrijwillig werd afgelost, werd terugbetaald door huishoudens die het maximale boetevrije bedrag aflosten.<sup>15</sup> Doordat banken de afgelopen jaren meer hypotheekleningen met lange rentevaste periodes zijn gaan verstrekken, is de gevoeligheid voor vervroegde aflossingen toegenomen.

**De uitleenmarge op nieuw verstrekte leningen aan bedrijven blijft voornamelijk op peil (figuur 8).** De uitleenrentes op bedrijfsleningen zijn minder hard gedaald dan de swaprentes; banken vertalen de daling van de markrentes dus niet volledig door in lagere uitleentarieven. Dit kan deels verklaard worden doordat er op de zakelijke markt (vooral op de markt voor het MKB) relatief weinig concurrentie is van niet-banken. Verder zorgen de lage rente en de gunstige economische omstandigheden ervoor dat de kans op wanbetaling afneemt, waardoor de kredietvoorzieningen momenteel laag zijn. Dit draagt bij aan de winstgevendheid van deze leningen.

## Figuur 9 *Cost-to-income* ratio Nederlandse banken in de Europese middenmoot

Kosten als percentage van inkomen



<sup>15</sup> Berekeningen op basis van de DNB *loan level* data. In DNB (2018) staat vermeld dat over de periode 2013 tot medio 2018 er EUR 75 miljard vrijwillig werd afgelost. Het hier genoemde cijfer is gebaseerd op een nieuwe en meer nauwkeurige berekeningswijze.

**Bij aanhoudend lage markrentes is het voor Nederlandse banken niet eenvoudig hun winstgevendheid op peil te houden.** De langdurig lage rente heeft een grote impact op Nederlandse banken, omdat zij sterk afhankelijk zijn van de rente-inkomsten. Banken proberen al enige jaren om de inkomsten uit andere bronnen – zoals commissies – te vergroten, om zo de afhankelijkheid van rentebaten te verlagen. Om hun winstgevendheid op peil te houden kunnen banken zich richten op verdere kostenbesparingen en het doorrekenen van kosten aan klanten. Hoewel de Nederlandse bankensector in vergelijking met de landen om ons heen al verregaand gedigitaliseerd is, bevindt de *cost-to-income* ratio zich met 57% in de Europese middenmoot (figuur 9).

#### Pensioenfondsen en verzekeraars

**De solvabiliteit van pensioenfondsen en (levens)verzekeraars is mede door de lagere rente onder druk komen te staan.** De lage rente heeft een grote impact op deze instellingen vanwege hun langlopende verplichtingen, die contant worden gemaakt tegen een steeds lagere rente en daardoor sterk zijn toegenomen. Het effect van de jarenlange rentedaling op de verplichtingen is daarbij slechts gedeeltelijk gecompenseerd door waardeinstijgingen van beleggingen als obligaties, hypotheeklen en aandelen. De mate waarin pensioenfondsen en verzekeraars geraakt worden door de lage rente hangt daarbij sterk af van de mate van renteafdekking. Stresstesten van EIOPA, de Europese toezichthouder op pensioenfondsen en verzekeraars, bevestigen het beeld dat Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, ook ten opzichte van Europese *peers*, gevoelig zijn voor een scenario van langdurig lage rente, vooral door hun relatief langlopende verplichtingen.

**Bij een aanhoudend lage rente komen ook de rendementen op beleggingen onder druk, waardoor het steeds moeilijker wordt om verplichtingen na te komen.** Om hun renterisico af te dekken, beleggen Nederlandse verzekeraars en in mindere mate pensioenfondsen veel in obligaties met een hoge kredietwaardigheid. Doordat steeds meer van deze obligaties inmiddels voor steeds langere looptijden worden verhandeld tegen negatieve rentes, staan de rendementen van institutionele beleggers sterk onder druk. Uit cijfers van de ECB blijkt dat meer dan 30% van de totale obligatieportefeuille van Europese verzekeraars en pensioenfondsen negatief rendeert.<sup>16</sup> Voor levensverzekeraars vormen lagere beleggingsopbrengsten in het bijzonder een probleem, omdat zij in het verleden vaak minimumgaranties hebben afgegeven aan polishouders. In de afgelopen jaren hebben verzekeraars deze garanties voor nieuwe verzekeringen verlaagd en versoerd, maar ze bevinden zich nog steeds ruim boven de risicovrije rente.<sup>17</sup> Hoewel pensioenfondsen meer herstellmogelijkheden hebben, hebben zij door het *defined benefit* karakter van de meeste pensioenregelingen te maken met een vergelijkbare uitdaging om genoeg beleggingsrendement te halen om aan hun toezeggingen te voldoen.

<sup>16</sup> Deze cijfers zijn per ultimo tweede kwartaal 2019. Sindsdien is dit percentage verder toegenomen, doordat rentes verder zijn gedaald. Daarnaast ligt het percentage voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars naar verwachting hoger dan dit Europees gemiddelde.

<sup>17</sup> DNB (2018).

**De lage rente geeft institutionele beleggers een prikkel om nieuwe beleggingsmogelijkheden te zoeken om het gewenste rendement te halen.** Zo zijn pensioenfondsen en verzekeraars, mede door de lage rente op staatsobligaties, een belangrijke speler geworden bij de verstrekking van hypotheekleningen.<sup>18</sup> Naast de grotere allocatie naar hypotheekleningen, is er ook een voorzichtige trend naar andere minder liquide beleggingen zichtbaar en is de kredietkwaliteit van de bedrijfsobligatieportefeuille van levensverzekeraars in de afgelopen jaren afgenomen. Tegelijk leidt een risicovoller beleggingsbeleid, door middel van risicogebaseerde solvabiliteitsvereisten, doorgaans tot een hogere solvabiliteitseis.

**Een vernieuwing van het pensioenstelsel en een voortvarende uitwerking van het pensioenakkoord is noodzakelijk.** Nederland heeft een omvangrijk kapitaalgedekt pensioenstelsel, dat een belangrijke bijdrage levert aan de ouderdomsvoorziening. De kwetsbaarheden van het huidige stelsel zijn in de afgelopen jaren echter steeds meer blootgelegd. Zo maakt de lage rente het financieren van nominale toezeggingen in de toekomst fors duurder. Mede hierdoor zijn de verwachtingen van deelnemers over een zeker en waardevast pensioen in de afgelopen jaren niet waargemaakt. Het in juni 2019 bereikte pensioenakkoord van het kabinet en sociale partners biedt perspectief op een toekomstbestendiger pensioenstelsel. Om de houdbaarheid van het pensioenstelsel voor de lange termijn te waarborgen, is het van belang dat de betrokken partijen dit jaar in goede samenwerking de afspraken uit het pensioenakkoord uitwerken.

**Ook het bedrijfsmodel van verzekeraars is mede door de lage rente aan verandering onderhevig.** De marktomstandigheden in de verzekeringssector zijn in het afgelopen decennium ingrijpend veranderd, waardoor het verdienvermogen van de sector onder druk staat. Met name levensverzekeraars hebben het moeilijk, door een afnemende vraag naar individuele levensverzekeringsproducten. Naast de afbouw van fiscale facilitering (de introductie van banksparen en het verdwijnen van de renteaftrek voor spaarhypotheekleningen), speelt de lage rente hierin een belangrijke rol. Producten als lijfrentes, pensioen- en kapitaalverzekeringen zijn aanzienlijk duurder geworden, ook door een stijgende levensverwachting. Verzekeraars hebben sinds de crisis maatregelen genomen om de sector toekomstbestendiger te maken. Zo is door fusies en overnames het aantal verzekeraars gedaald, waardoor de sector beter voorbereid is op een verdere krimp. Sommige verzekeraars passen hun bedrijfsmodel aan door innovaties in het productaanbod of door zich bijvoorbeeld meer te richten op bancaire activiteiten (banksparen en hypotheekleningen). Verder zullen verzekeraars bij een aanhoudend lage rente hun productaanbod versoberen. Levensverzekeraars zijn al terughoudender geworden in het afgeven van rendementsgaranties en de focus verschuift geleidelijk naar producten waarbij beleggingsrisico's worden gedragen door de polishouder. De AFM doet dit jaar een verkennend onderzoek om te bepalen wat de impact van de lage renteomgeving op consumenten met een verzekering is en

<sup>18</sup> Vanuit financiële stabiliteitsoverwegingen is de toegenomen rol van institutionele beleggers op de markt voor hypotheekleningen een positieve ontwikkeling. De verschuivingen in de markt voor hypotheekleningen dragen bij aan een evenwichtiger financiering van langlopende krediet met premiegelden voor de lange termijn, wat de stabiliteit van de kredietverlening ten goede komt. Een hogere diversiteit in financieringsbronnen kan de impact van schokken op de kredietverlening verkleinen (DNB, 2016).

zal vervolgens monitoren of verzekeraars bij oplossingen voor de impact van de lage rente het klantbelang op evenwichtige wijze meenemen.

**Desondanks blijft de verzekeringssector kwetsbaar.** Daar komt bij dat het effect van de lage rente maar ten dele zichtbaar is in de wettelijke solvabiliteitspositie van Nederlandse verzekeraars. Bij een langdurig lage rente is er het risico dat de economische solvabiliteit van verzekeraars, zonder toepassing van de zogenoemde *Ultimate Forward Rate* en *Volatility Adjustment* uit Solvency II, dusdanig onder druk komt, dat verzekeraars in zwaar weer weinig mogelijkheden hebben om hun verplichtingen over te dragen of balansrisico's te mitigeren.<sup>19</sup> Dit risico speelt vooral bij verzekeraars met langlopende verplichtingen, zoals levens- en uitvaartverzekeraars. Om de kwetsbaarheid van deze instellingen tijdig in beeld te hebben, is een adequate waardering van hun verplichtingen, die beter aansluit bij de economische realiteit, van belang. Dit jaar zal de Europese Commissie een evaluatie van het Solvency II raamwerk houden, waarbij de waardering van verplichtingen een belangrijk onderwerp is. Vanwege de kwetsbaarheden in de verzekeringssector is daarnaast in 2019 gestart met de implementatie van een herstel- en resolutieraamwerk. Dit nieuwe raamwerk beoogt dat DNB, wanneer financiële problemen onomkeerbaar blijken, verzekeraars ordentelijk kan afwikkelen om de impact op de financiële stabiliteit te beperken.

## Gevolgen van een rentestijging

### Gevolgen voor de Nederlandse reële economie

**Hoe snel een stijgende rente zich vertaalt in de rentelasten van huishoudens en bedrijven, hangt vooral af van de rentevaste periode van hun leningen.** Bedrijven worden aanzienlijk sneller geraakt door een rentestijging dan huishoudens. Van meer dan de helft van het uitstaande bancaire krediet aan niet-financiële bedrijven loopt de lening of de rentevaste periode binnen één jaar af (figuur 10). Bij huishoudens staat juist bij meer dan 80 procent van de uitstaande bancaire leningen de rente nog minimaal één jaar vast.

**Huishoudens zijn door toenemende aflossingen en langere rentevaste periodes minder gevoelig geworden voor een rentestijging.** Voor nieuwe hypothecaire leningen geldt sinds 2013 dat zij alleen in aanmerking komen voor hypotheekrenteaftrek als de lening in 30 jaar tenminste annuïtair volledig wordt afgelost. Het aandeel van annuïtaire en lineaire hypotheekleningen in de totale hypotheekschuld is door deze fiscale aanpassing gestegen van 2% in 2013 naar 26% per eind 2018. Doordat deze leningen gedurende de looptijd worden afgelost, neemt de

<sup>19</sup> Hoewel het uitgangspunt van Solvency II een balans op marktwaarde is, wordt in de waardering van verzekeringsverplichtingen op een aantal onderdelen afgeweken van waardering tegen actuele markttrentes. Zo worden verplichtingen met een looptijd langer dan 20 jaar contant gemaakt met een rentecurve die hoger ligt dan de huidige marktrente, door toepassing van de *Ultimate Forward Rate*. Daarnaast maken Nederlandse verzekeraars gebruik van een andere opslag op de curve in de vorm van de *Volatility Adjustment*.

## Figuur 10 Bedrijven gevoeliger voor een rentestijging dan huishoudens

Aandeel in leningenportefeuille; november 2019



uitstaande hypotheekschuld, en daarmee de rentegevoeligheid, navenant af. Daarnaast hebben huishoudens in de afgelopen jaren aanzienlijke vrijwillige aflossingen gedaan. Tussen 2013 en 2018 is ongeveer EUR 65 miljard vrijwillig afgelost op de totale uitstaande hypotheekschuld. Verder is van belang dat huishoudens de afgelopen jaren bij het afsluiten van een hypotheek steeds vaker hebben gekozen voor een rentevaste periode van tien jaar of langer. Hoe langer de rentevaste periode, hoe beter een huishouden is beschermd tegen een rentestijging. Ter illustratie: bij een rentestijging van één procentpunt is voor 85% van de huiseigenaren de stijging van de netto hypotheekuitgaven minder dan EUR 100 per maand. Bovendien leidt een rentestijging voor de gemiddelde huiseigenaar pas over 7 jaar tot een daadwerkelijke stijging van de te betalen hypotheekrente.<sup>20</sup>

### Van de gevolgen van een rentestijging van één procentpunt voor Nederlandse economie kan een inschatting gemaakt worden met DELFI, het macro-economische model van DNB.

Omdat de rente in Nederland sterk samenhangt met die in de ons omringende landen is aangenomen dat niet alleen in Nederland, maar in de hele eurozone, de rente stijgt. Met NiGEM, een model voor de wereldeconomie onderhouden door het Britse instituut NIESR, is een inschatting gemaakt van de effecten van deze rentestijging op de economie van de eurozone, en daarmee op de buitenlandse vraag naar Nederlandse goederen en diensten en de prijzen van onze buitenlandse concurrenten. Vervolgens zijn met DELFI, het macro-economische model van DNB voor de Nederlandse economie, de effecten op de Nederlandse

<sup>20</sup> Berekeningen op basis van de DNB *loan level data*.



economie berekend. In dit simulatie-experiment is aangenomen dat alle rentes, zowel kort als lang, met één procentpunt stijgen, voor de duur van vijf jaar. De oorzaak van de rentestijging wordt in het simulatie-experiment niet nader gespecificeerd. De kwantificering van de effecten is met de nodige onzekerheden omgeven. De gevolgen van een rentestijging zijn namelijk moeilijk los te zien van de achterliggende oorzaken, en er bestaat onzekerheid over de gedragsreacties van huishoudens en bedrijven. Tot slot is DELFI een lineair model, dat geen onderscheid maakt tussen positieve en negatieve rentes en ervan uitgaat dat de effecten van een dalende en een stijgende rente symmetrisch zijn.

**Macro-economisch gezien heeft de stijging van de rente naar verwachting een ongunstige invloed op de Nederlandse economie.**

De hogere rentes vertalen zich in het model in lagere gezinsconsumptie en bedrijfsinvesteringen; dit geldt ook voor de consumptie en investeringen in de eurozone, en daarmee voor de vraag naar Nederlandse producten uit het buitenland. Zo zou de groei van de gezinsconsumptie jaarlijks gemiddeld 0,8 procentpunt lager zijn. Dit komt niet alleen door het neerwaartse effect op het beschikbaar inkomen, maar ook doordat huizenprijzen zo'n 2,0 procentpunt per jaar minder snel stijgen. De groei van de bedrijfsinvesteringen zou jaarlijks gemiddeld 1,1 procentpunt lager uitkomen, vooral als gevolg van hogere kapitaalkosten en de productiedaling (acceleratormechanisme). De groei van de uitvoer zou door de lagere vraag naar consumptie- en investeringsgoederen uit de ons omringende landen jaarlijks gemiddeld 0,5 procentpunt afnemen. De groei van het bbp zou gemiddeld 0,4 procentpunt lager uitkomen. Ook de jaarlijkse werkgelegenheidsgroei wordt met gemiddeld 0,4 procentpunt gedrukt. Al met al zou de werkloosheid na vijf jaar 1,4 procentpunt hoger liggen. Door de rentestijging neemt de dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen fors toe (ruim 10 procentpunt). Ook de overheidsfinanciën worden geraakt: het EMU-saldo is na vijf jaar 1,3 procentpunt (in termen van bbp) lager als gevolg van de verminderde economische activiteit en de hogere rente.

### Gevolgen voor financiële instellingen

**Een rentestijging kan in eerste instantie de winstgevendheid van banken onder druk zetten, voor zover zij dit risico niet hebben afgedekt.**

Bij een rentestijging nemen de financieringslasten doorgaans sneller toe dan de rente-inkomsten op uitstaande leningen, omdat de aangetrokken financiering een kortere rentevaste periode heeft dan die van verstrekte leningen. Dit geldt vooral voor banken met een grote afhankelijkheid van marktfinanciering met een korte looptijd. Hoewel Nederlandse banken een groter deel van hun renterisico afdekken dan banken uit omringende landen, kunnen ook zij in eerste instantie geraakt worden door een rentestijging.

**Op termijn kan de winstgevendheid van banken zich herstellen bij een hogere rente.**

De negatieve effecten van een rentestijging, in de vorm van hogere financieringslasten, worden dan gecompenseerd doordat de rente-inkomsten op uitstaande leningen toenemen. De rentemarge van banken, die nu juist sterk onder druk staat door de langdurig lage

rente, kan zich bij een rentestijging weer herstellen. Dit zal wel vertraagd gebeuren, omdat banken rekening houden met de gedragsmatige looptijd van deposito's, en deze saldi voor verschillende looptijden vastzetten in de markt. Daarnaast zal, zeker bij een snelle rentestijging, het wanbetalingsrisico voor banken toenemen, doordat de rentelasten voor bedrijven en huishoudens stijgen. Tegen de achtergrond van hoge schulden kunnen hierdoor de kredietverliezen voor banken toenemen, zeker wanneer de rentestijging samengaat met een achterblijvende economische groei.

**Bij een stijging van de risicovrije rente verbetert de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars.** Hoe een rentestijging doorwerkt op de solvabiliteit van pensioenfondsen en verzekeraars hangt af van hoe de rentestijging zich materialiseert. Wanneer de risicovrije rente stijgt, zullen de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars in waarde dalen, omdat de verwachte toekomstige kasstromen worden verdisconteerd tegen een risicovrije rente. Hier staat tegenover dat de rentegevoelige beleggingen, zoals obligaties en hypotheeklen, in waarde dalen. De afname van de verplichtingen is echter groter dan die van de vastrentende beleggingen, omdat de verplichtingen een langere looptijd hebben. Het renterisico wat hierdoor ontstaat, is met name door pensioenfondsen maar gedeeltelijk afgedekt, waardoor een stijging van de risicovrije rente positief uitpakt. De gewogen gemiddelde dekkingsgraad van de gehele pensioensector zou met 10,6 procentpunt stijgen bij een rentestijging van 1 procentpunt.<sup>21</sup>

**Een scherpe correctie op financiële markten raakt echter ook de beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers.** Een rentestijging hoeft niet samen te gaan met een hogere risicovrije rente, en kan ook worden veroorzaakt door oplopende risicopremies op obligaties met een lagere *rating*. In dat geval kan een rentestijging leiden tot een forse daling in de marktwaarde van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen en verzekeraars. Vooral beleggers met een relatief risicovol beleggingsbeleid zijn gevoelig voor een dergelijk scenario. Zo houden pensioenfondsen, met het oog op hun indexatie-ambitie, een grote portefeuille zakelijke waarden aan. Een doorrekening laat zien dat een scenario waarbij risicopremies oplopen en aandelenprijzen dalen, tot een verlies van ruim 8 procentpunt in de dekkingsgraad kan leiden.<sup>22</sup> Bij verzekeraars daalt, als gevolg van hetzelfde scenario, het eigen vermogen met 13% en de solvabiliteitsratio met 25 procentpunt.<sup>23</sup> Financiële instellingen dienen in hun risicomanagement rekening te houden met mogelijke scherpe marktcorrecties. Instellingen kunnen zelf stresstesten uitvoeren om de gevolgen van potentiële schokken op financiële markten in kaart te brengen.

<sup>21</sup> Deze rentestijging gaat uit van een parallelle stijging van één procentpunt van de gehele rentetermijnstructuur (RTS). De berekening is uitgevoerd op cijfers per ultimo 2019. Daarnaast is verondersteld dat het beleggingsbeleid van pensioenfondsen niet verandert bij een stijgende rente.

<sup>22</sup> Hierbij is verondersteld dat de spreads van obligaties met een *rating* van A of minder met 100 basispunten toenemen en dat de aandelenkoersen wereldwijd met 25% dalen. Daarmee zijn alleen de activa geschokt, de verplichtingen zijn onder dit scenario constant. Ook in de recente stresstest van EIOPA stond het risico van een dergelijk scenario centraal. Uit de resultaten blijkt dat schokken op financiële markten een grote impact hebben op Nederlandse pensioenfondsen en nog lang kunnen doorwerken in de economie.

<sup>23</sup> De cijfers betreffen een gewogen gemiddelde van alle Nederlandse verzekeraars. Daarnaast is verondersteld dat de solvabiliteitseis (de noemer in de solvabiliteitsratio) gelijk blijft. Het scenario is doorgerekend als een schok op de activa en het eigen vermogen. Ook de Volatility Adjustment is constant verondersteld.

## Figuur 11 Marktwaarde rentederivaten pensioenfondsen gestegen

Miljarden euro



Bron: DNB.

**Daarnaast kan vooral een schoksgewijze rentestijging zorgen voor liquiditeitsrisico's bij Nederlandse partijen die een grote portefeuille rentederivaten in beheer hebben.** In Nederland hebben vooral pensioenfondsen, maar ook verzekeraars en de overheid, hun renterisico gedeeltelijk afgedekt. Zo is de marktwaarde van rentederivaten van pensioenfondsen gestegen naar een recordhoogte van meer dan 100 miljard (figuur 11). Bij een abrupte rentestijging zal de waarde van deze rentederivaten sterk dalen en ontstaan er op korte termijn aanzienlijke marginverplichtingen, waardoor liquiditeitsrisico's ontstaan. De AFM doet momenteel onderzoek naar de risico's die samenhangen met de grote portefeuille rentederivaten van Nederlandse pensioenfondsen en andere vermogensbeheerders.

