

# Overzicht Financiële Stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



# De Nederlandsche Bank

## Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2017

© 2017 De Nederlandsche Bank N.V.

Oplage: 550

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 5 mei 2017, tenzij anders vermeld.

Afkortingen landen volgens ISO-norm.

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

Telefoon (020) 524 91 11 – E-mail: [info@dnb.nl](mailto:info@dnb.nl)

Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

# Inhoud

Voorwoord	5
1 Overzicht Financiële Stabiliteit	7
2 Gevolgen van langjarig lage rente	27
Annex 1: Macroprudentiële indicatoren	50
Annex 2: Monitor follow-up OFS	52



# Voorwoord

DNB waakt over de financiële stabiliteit in Nederland: een taak die in de Bankwet is verankerd. Daarbij let DNB nadrukkelijk op de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, de macroeconomie, financiële markten en de financiële infrastructuur. Het vroegtijdig opsporen van systeemrisico's is een belangrijk onderdeel van DNB's financiële stabiliteitstaak.

5

Elk half jaar publiceert DNB het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS). Het OFS beschrijft systeemrisico's die groepen instellingen of hele sectoren kunnen raken en het Nederlandse financiële stelsel en uiteindelijk ook de reële economie kunnen ontwrichten. Het doel van deze publicatie is om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van systeemrisico's en van de potentiële gevolgen van schokken voor het financiële stelsel. Om deze systeemrisico's tegen te gaan, doet DNB beleidsaanbevelingen en zet zij, waar mogelijk, macroprudentiële instrumenten in.

Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. Het eerste hoofdstuk geeft een overzicht van de belangrijkste actuele risico's voor de financiële stabiliteit. In dit hoofdstuk is tevens een risicokaart opgenomen, die een samenvatting geeft van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit uit het huidige OFS en voorgaande edities. In hoofdstuk 2 worden de gevolgen van een langjarig lage rente geanalyseerd. Hiermee geeft DNB gehoor aan de Tweede Kamer-motie Schouten, Harbers en Nijboer van 5 oktober 2016, waarin het CPB en DNB wordt verzocht om de gevolgen van een langjarig lage rente te analyseren.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Zie <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-34550-39.html>.



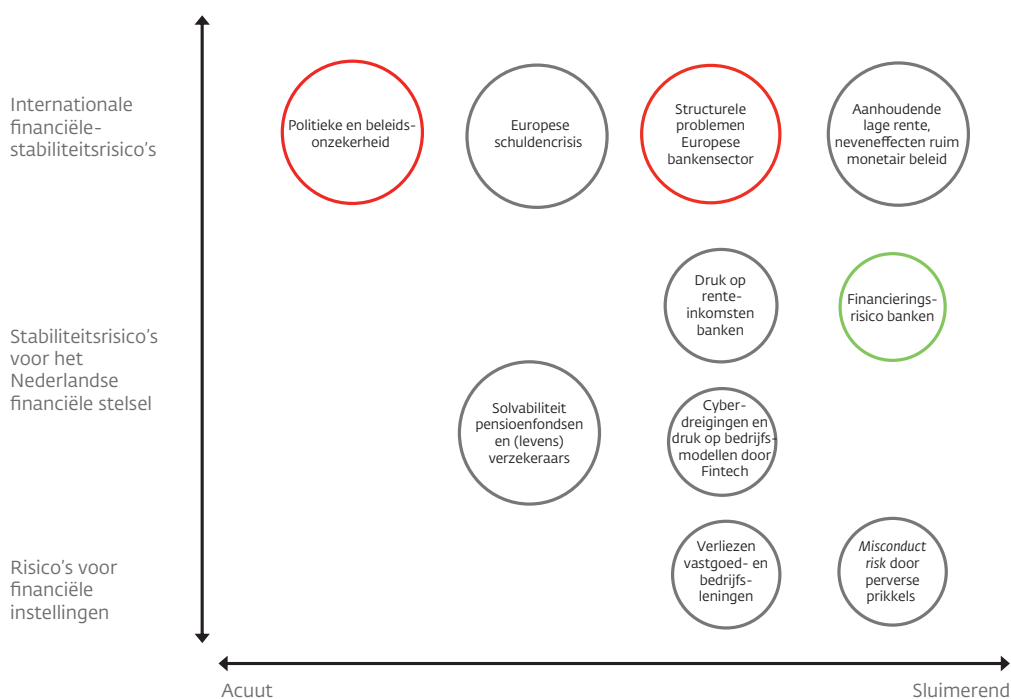


# 1 Overzicht Financiële Stabiliteit

## Aandachtspunten

- Dankzij het ruime monetaire beleid en de verbeterde mondiale macro-economische vooruitzichten is het sentiment op financiële markten positief. De lage volatiliteit op markten staat echter in schril contrast met de toegenomen politieke en beleidsonzekerheid. Wanneer het marktsentiment plotseling omslaat, bijvoorbeeld door onverwachte (geo-)politieke gebeurtenissen, kunnen bestaande kwetsbaarheden worden uitvergroot. Zo kampen verschillende Europese landen nog steeds met te hoge schulden. Ook de Nederlandse financiële sector is kwetsbaar voor een plotselinge stijging in de risicopremies, onder andere via verliezen op beleggingsportefeuilles.
- De rente is gedaald naar een historisch laag niveau. Deze rentedaling is een reflectie van macro-economische omstandigheden, waarbij cyclische én structurele factoren een rol spelen. Het ruime monetair beleid is de afgelopen jaren gericht op het stimuleren van de groei en de inflatie. Voor de overheid, huishoudens en bedrijven met veel schuld heeft de rentedaling in het algemeen gunstig uitgepakt, doordat hun rentelasten zijn gedaald. Tegelijkertijd heeft de rentedaling ongunstig uitgepakt voor met name pensioenfondsen en levensverzekeraars, die hun financiële positie hebben zien verslechteren.
- Een aanhoudend lage rente gaat gepaard met risico's voor de financiële sector en de reële economie. In een dergelijk scenario komt de winstgevendheid van banken onder druk te staan, terwijl het voor pensioenfondsen en verzekeraars lastiger wordt om hun verplichtingen na te komen. Hierdoor zijn zij mogelijk geneigd beleggingsmogelijkheden met meer risico's op te zoeken. In de reële economie kan een aanhoudende lage rente bovendien leiden tot misallocatie van kapitaal en verdere balansverlenging bij huishoudens. Naarmate de rente langer laag blijft, treedt gewenning op en verliezen huishoudens, bedrijven en de overheid de prikkel om schulden omlaag te brengen. Op termijn kunnen hierdoor nieuwe kwetsbaarheden ontstaan, bijvoorbeeld als de rente weer oploopt of de economische groei achterblijft.
- De lage rente biedt ook kansen. Structurele aanpassingen, zoals de afbouw van de hypotheekrente-af trek en de verduurzaming van de economie, kunnen bij een lage rente versneld worden doorgevoerd.

## Risicokaart



De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. De grootte van een cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico over de middellange termijn gezien toenemend (rood), afnemend (groen) of constant (grijs) is.

## Internationale ontwikkelingen

**Politieke en beleidsonzekerheid is sterk toegenomen.** In verschillende landen neemt het electorale draagvlak voor een meer isolationistische en protectionistische koers toe. De verrassende uitslag van het Brexit-referendum en de onverwachte verkiezing van president Trump zijn hier uitingen van. De economische gevolgen van deze keuzes zijn ongewis. Zo staan de uitkomsten van de onderhandelingen over de voorwaarden van het Britse vertrek uit de Europese Unie nog niet vast (zie box 1) en is onduidelijk in hoeverre president Trump in staat is om zijn 'America First' beleidsagenda uit te voeren. Op verschillende terreinen is bovendien onduidelijk wat de insteek van de nieuwe Amerikaanse regering zal zijn. Daarnaast kunnen de komende verkiezingen in een aantal Europese landen de druk op het Europese project verder doen toenemen en protectionistische tendensen aanwakkeren. De voortdurende geopolitieke spanningen in sommige delen van de wereld (Syrië, Korea) voeden de politieke onzekerheid verder.

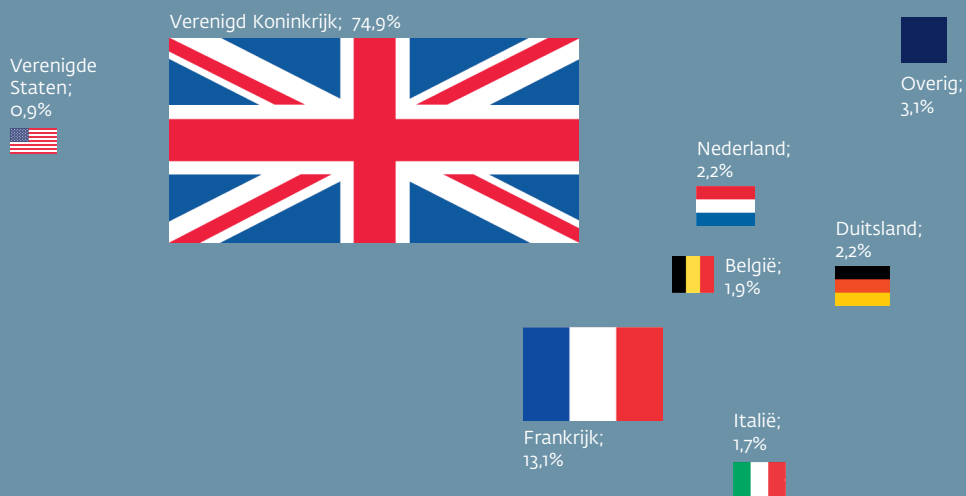
## Box 1 Brexit en beheersing tegenpartijrisico

Op 29 maart 2017 heeft het Verenigd Koninkrijk (VK) de uittreding uit de Europese Unie (EU) in werking gezet. Een gecontroleerde uittreding is vanwege de sterke economische verwevenheid tussen de EU en het VK van wederzijds belang. De beschikbare tijd om tot een akkoord te komen is echter beperkt en het onderhandelingsproces is met onzekerheden omgeven. Een scenario waarbij er in het voorjaar van 2019 geen of zeer weinig overeenstemming bestaat, kan op voorhand niet worden uitgesloten.

Een harde scheiding tussen het VK en de EU brengt risico's voor de financiële stabiliteit met zich mee. De Londense City vervult een prominente rol op de internationale markt voor centrale *clearing* – het overnemen van tegenpartijrisico – van derivatentransacties (grafiek 1). Financiële instellingen gebruiken deze derivaten onder andere voor het afdekken van het renterisico.

### Grafiek 1 Prominente rol VK op centrale *clearing* markt

Aandeel in dagelijkse euro-derivatentransacties (696 miljard euro).



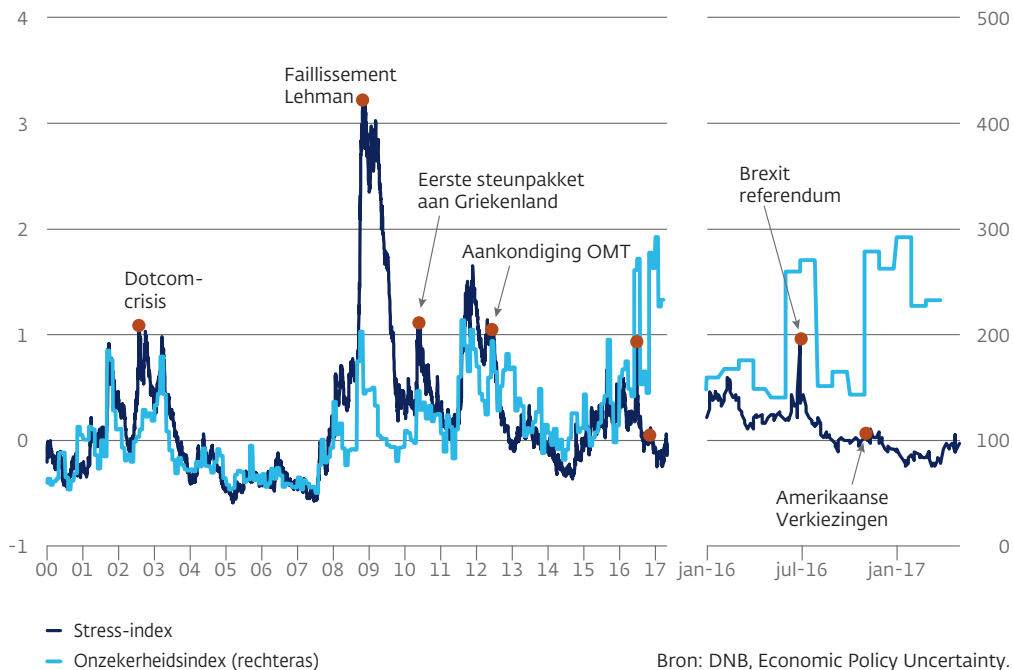
Bron: BIS Triennial Central Bank Survey 2016.

Zonder overeenkomst of overbruggingsmaatregelen vervalt op de uittredingsdatum de erkenning van in Londen gevestigde centrale tegenpartijen op de Europese markt. De kapitaaleisen voor uitzettingen op deze partijen zullen daardoor fors stijgen. Europese financiële instellingen kunnen zich dan genoodzaakt zien om derivatencontracten over te plaatsen of af te wikkelen.

Vanuit het oogpunt van de financiële stabiliteit is het wenselijk om bij het uitreden van het VK verstoringen op de financiële markten te voorkomen of te beperken. Om te voorkomen dat in de toekomst verliezen bij marktfalen disproportioneel neerslaan in de EU, is het verder van belang de kwaliteit van het toezicht op centrale tegenpartijen buiten de EU en het herstel- en resolutieraamwerk goed te borgen.

De lage volatiliteit op financiële markten staat in schril contrast met de toegenomen onzekerheid. Historisch bestaat er een sterke relatie tussen de mate van beleidsonzekerheid en de volatiliteit op financiële markten (grafiek 2, links). Recentelijk gaat dit verband niet meer op: terwijl de mondiale beleidsonzekerheid tot recordhoogte toenam rondom het Britse referendum en de Amerikaanse verkiezingen, bleef onrust op financiële markten uit (grafiek 2, rechts). Het zeer ruime monetaire beleid en verbeterde macro-economische vooruitzichten droegen bij aan de positieve stemming op financiële markten. Vooral de Amerikaanse groei- en inflatie-vooruitzichten zijn in het afgelopen half jaar opwaarts bijgesteld. Ook in het eurogebied trekt het economische herstel verder aan.

Grafiek 2 Ontkoppeling beleidsonzekerheid en volatiliteit op financiële markten

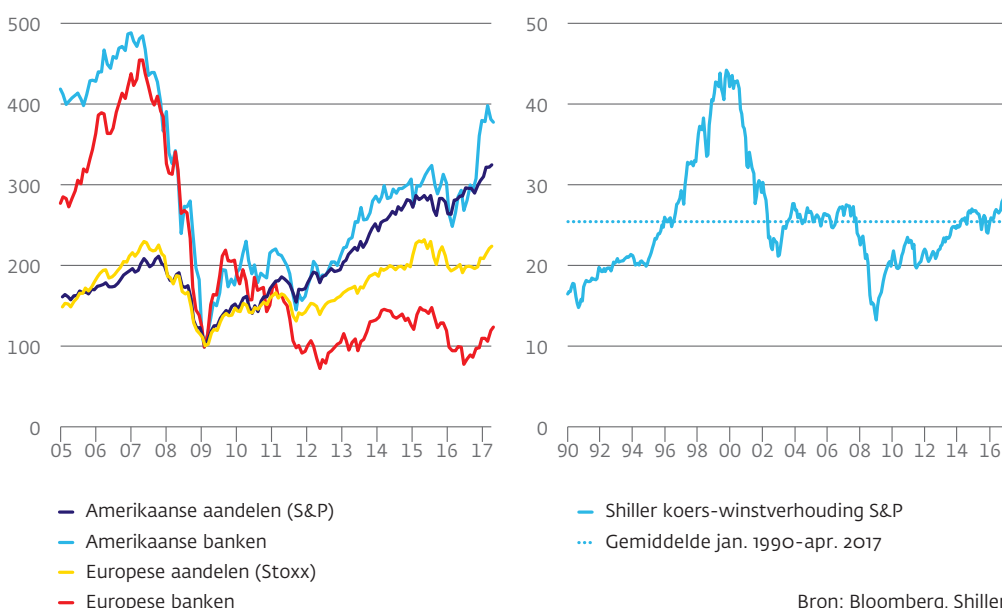


Toelichting: De stress-index is gebaseerd op indicatoren van voor Nederland relevante aandelen-, obligatie- en valutamarkten en een index van de gezondheid van financiële instellingen. De onzekerheidsindex is een (bbp gewogen) gemiddelde van onzekerheidsindices van 17 landen, waarbij de mate van beleidsonzekerheid wordt gemeten door de frequentie waarin bepaalde woordcombinaties voorkomen in belangrijke kranten. Specifiek gaat het om de woorden 'onzeker of onzekerheid' en 'economie of economisch' in combinatie met een woord dat een beleidsterrein duidt, zoals 'tekort' of 'regulering'. Zie [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

De positieve stemming op financiële markten stuwde vooral Amerikaanse beurskoersen naar nieuwe recordhoogtes. Financiële markten reageerden aanvankelijk zeer positief op de Amerikaanse verkiezingsuitslag: de verwachting van hogere groei resulteerde in flink hogere beurskoersen (grafiek 3, links). Vooral de beurskoersen van Amerikaanse banken zaten de afgelopen maanden duidelijk in de lift, wat naast de aantrekkende economie ook kwam door een anticipatie op minder regulering in de Verenigde Staten. Ook beurskoersen van Europese banken profiteerden hiervan. Daarnaast verbeterde het marktsentiment ten aanzien van banken ook dankzij de versteiling van de yield curve. Door de stijging van aandelenkoersen zijn de koers-winstverhoudingen in de Verenigde Staten verder opgelopen tot boven het langjarige gemiddelde (grafiek 3, rechts).

## 12 Grafiek 3 Uitbundige stemming op aandelenmarkten

Index, februari 2009 = 100.



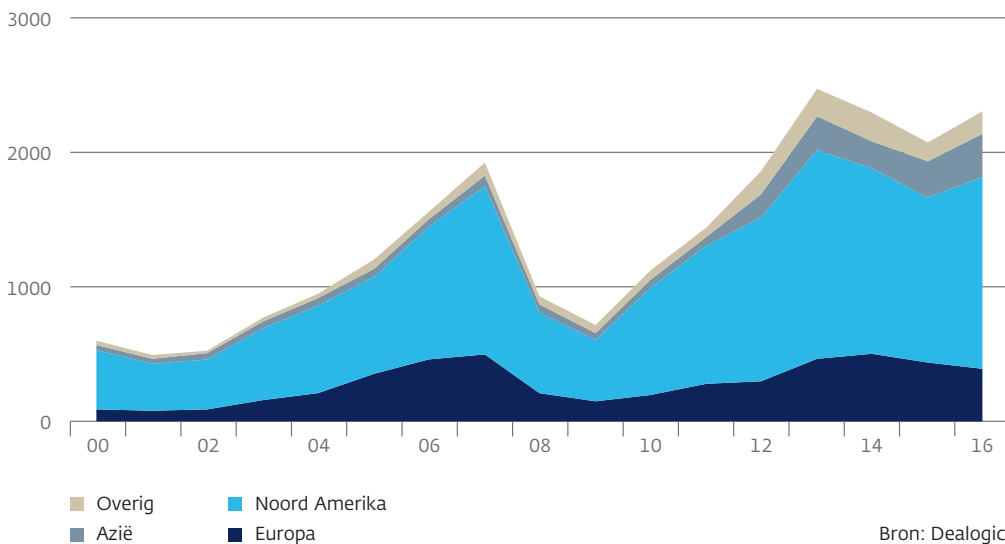
Toelichting: De Shiller koers-winstverhouding is gebaseerd op de (voor inflatie gecorrigeerde) gemiddelde winst over de afgelopen 10 jaar.

De positieve stemming op financiële markten is ook terug te zien in de emissies van risicovolle schuldinstrumenten. Een voorbeeld daarvan is hefboomfinanciering (*leveraged finance*). Dit zijn leningen en obligaties met een verhoogd risicoprofiel. *Leveraged finance* wordt onder meer door bedrijven gebruikt om specifieke risicovolle activiteiten te financieren, zoals *management buy-outs*, het verwerven van bedrijven of het herfinancieren van reeds bestaande schulden. Het emissievolume van deze instrumenten (*leveraged* leningen en *high yield* obligaties) is inmiddels groter dan voor de crisis, vooral in de Verenigde Staten (grafiek 4), terwijl leenvoorwaarden zijn versoepeld en risicopremies zijn gedaald. De sterke groei van *leveraged finance* illustreert een toenemende bereidheid van geldgevers om grotere risico's te nemen in hun streven naar een hoger rendement (*search for yield*), mede als gevolg van de lage rente. Daarbij moet in de eerste plaats worden gedacht aan kredietrisico, maar ook aan liquiditeitsrisico's indien het marktsentiment omslaat en de risicopremies weer oplopen. Hoewel *leveraged finance* in Europa vooralsnog een minder hoge vlucht heeft genomen dan in de VS, is wel een toename te zien in de *leveraged finance* portefeuille van banken. Daarom heeft de ECB onlangs richtlijnen uitgebracht, waarbij banken onder meer wordt aanbevolen om een duidelijke en consistente definitie van *leveraged finance* te hanteren en een heldere strategie voor *leveraged* transacties te ontwikkelen.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> ECB, ECB launches public consultation on a draft guidance on leveraged transactions, 23 november 2016.

## Grafiek 4 Toename emissies risicovolle schuldinstrumenten sinds crisis

Emissies in miljarden USD.



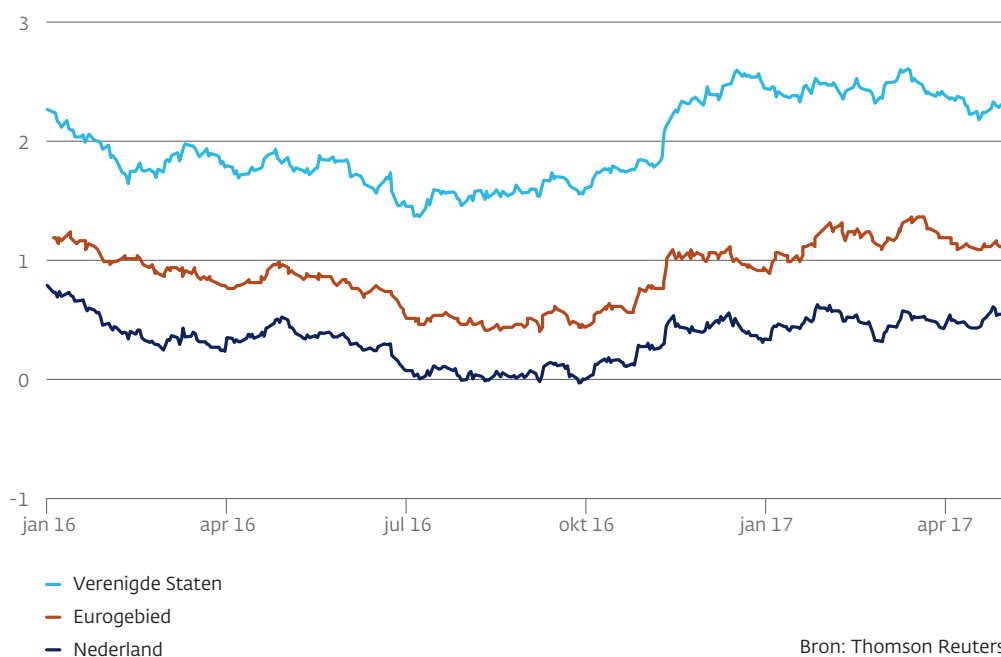
Toelichting: Emissies betreffen nieuwe hefboomleningen en uitgifte van obligaties met een verhoogd risicoprofiel. Uitsplitsingen naar regio op basis van geldnemer (bedrijven).

Kapitaalmarktrentes zijn gestegen, maar liggen nog op een laag niveau. Onder invloed van de verbeterde macro-economische vooruitzichten liep de Amerikaanse kapitaalmarktrente vooral in de tweede helft van 2016 op (grafiek 5). In het kielzog hiervan stegen ook Europese kapitaalmarktrentes. Ondanks deze stijging liggen de kapitaalmarktrentes vanuit historisch perspectief op een buitengewoon laag niveau (zie hoofdstuk 2). De verbeterde macro-economische vooruitzichten hebben in de Verenigde Staten aanleiding gegeven om te beginnen met het afbouwen van het ruime monetaire beleid.<sup>3</sup> De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft daartoe de beleidsrente verhoogd naar een bandbreedte van  $\frac{3}{4}$  tot 1 procent. Financiële markten verwachten in de loop van dit jaar nog twee rentestappen van de Fed. In het eurogebied daarentegen houdt de ECB de beleidsrente nog steeds op 0 procent. Ten aanzien van het onconventionele beleid heeft de ECB in december 2016 besloten de duur van het aankoopprogramma te verlengen met negen maanden tot tenminste eind december 2017, maar het maandelijkse aankoopbedrag met ingang van april 2017 te verlagen van EUR 80 naar 60 miljard.

<sup>3</sup> In oktober 2014 beëindigde de Amerikaanse centrale bank reeds haar aankopen in het kader van het derde kwantitatieve verruimingsprogramma; in december 2015 volgde een eerste rentestap, gevolgd door een tweede en derde stap in december 2016 en maart 2017.

## Grafiek 5 Kapitaalmarktrentes opgelopen

Rendement op 10-jaars staatsobligaties.



Ondanks de lage volatiliteit op financiële markten, vallen scherpe correcties niet uit te sluiten. Onverwachte (geo-)politieke gebeurtenissen kunnen het gunstige sentiment op de financiële markten doen omslaan. Wanneer beleggers opeens minder bereid zijn om risico's te nemen, kan dit tot sterk stijgende risicopremies en fors dalende activaprijzen leiden. Relevant hierbij is de groei van beleggingsfondsen (zie box 2): door hun toenemende rol op mondiale financiële markten kunnen prijscorrecties op financiële markten worden versterkt in perioden van stress. Ook aanhoudende beleids- en politieke onzekerheid kan zich op den duur gaan vertalen in hogere risicopremies.

Hoge schuld niveaus maken landen kwetsbaar voor rentestijgingen. Wereldwijd zijn schuld niveaus nog nooit zo hoog geweest als nu. Volgens schattingen van het IMF bedraagt de schuld van de niet-financiële sector 225 procent van het mondiale bruto binnenlands product, waarvan ruim tweederde uit private schuld bestaat.<sup>4</sup> Niet alleen in ontwikkelde landen is de private schuld hoog, maar ook in een aantal systeemrelevante opkomende landen, waaronder Turkije en Brazilië. In veel opkomende economieën is de schuldtoename in de afgelopen jaren bovendien vaak samen gegaan met een grotere dollar-*exposure*. Dit maakt deze landen niet alleen

4 IMF (2016), Debt: Use it Wisely, Fiscal Monitor.

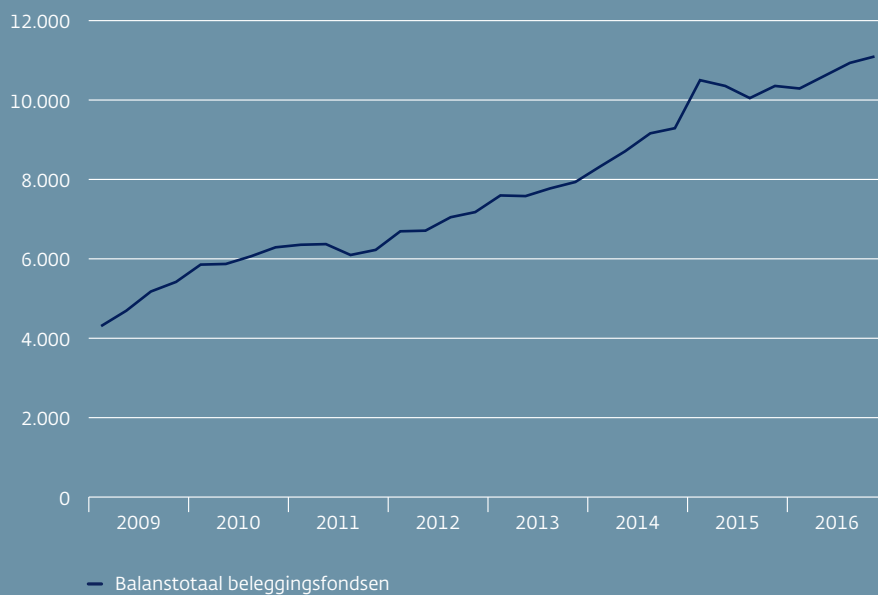


## Box 2 Toenemende rol beleggingsfondsen vergroot marktvolatiliteit

Beleggingsfondsen spelen een steeds grotere rol in het mondiale financiële stelsel. Het balanstotaal van deze sector in het eurogebied is de afgelopen jaren meer dan verdubbeld, tot ruim EUR 11.000 miljard eind 2016 (grafiek 6).

### Grafiek 6 Sterke groei beleggingsfondsen eurogebied

In EUR miljard.



Bron: ECB.

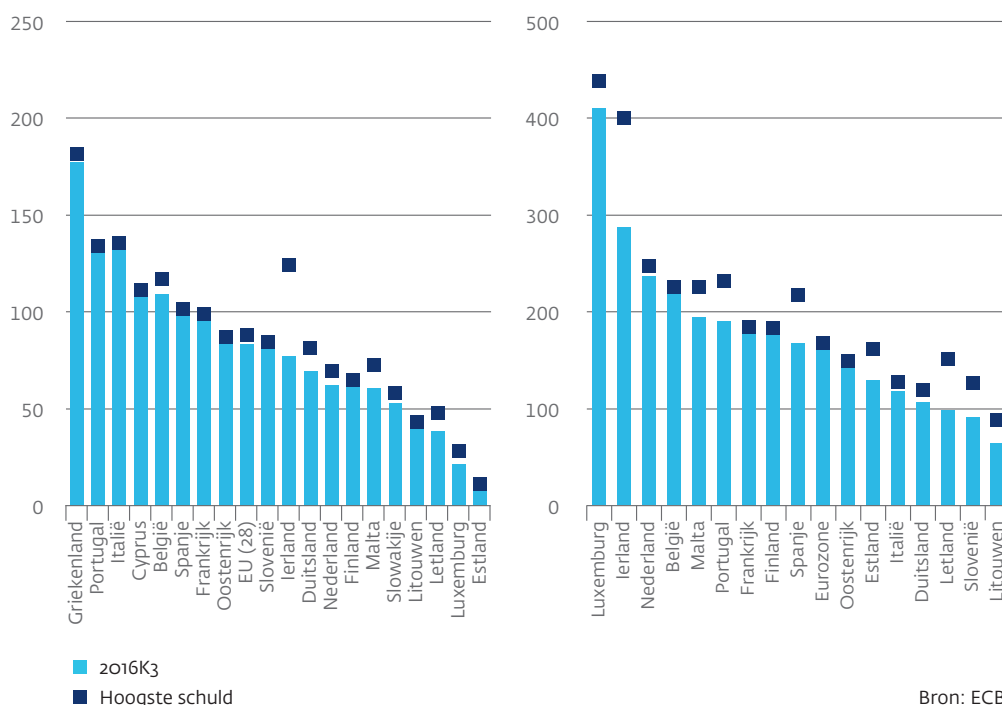
Hoewel beleggingsfondsen minder systeemrelevant zijn dan banken, volgen uit de snelle groei van deze sector wel potentiële risico's voor de financiële stabiliteit. Zo is het bedrijfsmodel van veel van deze fondsen kwetsbaar voor liquiditeitsrisico. Dit komt doordat deze fondsen beleggers vaak de mogelijkheid bieden om op korte termijn hun inleg op te nemen (*redemptions*), terwijl de uitzettingen van deze fondsen illiquide kunnen zijn. Het is denkbaar dat beleggers in tijden van marktonrust op korte termijn hun inleg willen opeisen, met gedwongen liquidaties van posities (*fire sales*) als gevolg. Hiermee kan een reeds ingezette prijscorrectie verder worden versterkt, wat vervolgens andere beleggers ertoe kan aanzetten hun inleg terug te vragen. Een illustratie hiervan is de snelle kapitaaluitstroom uit Britse vastgoedfondsen na het Brexit-referendum in de zomer van 2016.

16

kwetsbaar voor oplopende rentes (herfinancieringsrisico), maar ook voor valutarisico. Ook in China is sprake van een snelle schuldopbouw in de niet-financiële sector, al zijn de Chinese schulden voornamelijk binnenlands gefinancierd. Door de hoge kredietgroei blijven de risico's in het Chinese financiële systeem toenemen. Zo neemt de winstgevendheid van het Chinese bedrijfsleven af, waardoor het moeilijker wordt de rentelasten op de hoge schulden te voldoen.

## Grafiek 7 Publieke en private schulden blijven hoog in Europa

In % bbp. Weergegeven is de schuld in 2016K3 en de hoogste schuld in de periode 2000-2016.



Diverse Europese landen kampen nog steeds met hoge schulden. Eind 2016 lag de gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied nog boven de 90 procent van het bruto binnenlands product. Bovendien is de overheidsschuld in veel landen tijdens de crisis scherp opgelopen, maar in de afgelopen jaren nauwelijks afgenomen (grafiek 7, linkerpaneel). In veel Europese landen zijn daarnaast de schuld niveaus van huishoudens en bedrijven erg hoog. Net als in de publieke sector verloopt het private balansherstel in veel Europese landen vrij traag (grafiek 7, rechterpaneel). Door de lage rente zijn de publieke en private schulden weliswaar eenvoudig te financieren, maar is de prikkel om hoge schulden af te bouwen beperkt. Wanneer de rente echter plotseling stijgt, kan de schuldhoudbaarheid in sommige landen snel verslechteren.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> OECD (2017), OECD Sovereign borrowing outlook 2017.

**Binnen Europa blijft de schuldpositie van Griekenland kwetsbaar.** Begin dit jaar beoordeelde het Internationale Monetaire Fonds (IMF) de Griekse overheidsschuld als niet-houdbaar. Daarbij heeft het Fonds herhaald dat zij pas als crediteur wil deelnemen aan het derde schuldprogramma wanneer de leden van de Eurogroep concrete invulling geven aan de voorlopige afspraken over schuldverlichting. Het IMF kan alleen deelnemen aan het steunpakket als de Griekse overheidsschuld met een hoge mate van zekerheid houdbaar is.

## Financiële sector in Nederland

**Een aanhoudend lage rente vormt een van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse financiële sector.** Hoewel de rentes recent iets zijn opgelopen, blijven ze vanuit een historisch perspectief buitengewoon laag. Hoofdstuk 2 van dit Overzicht Financiële Stabiliteit analyseert hoe de rentedaling heeft doorgewerkt op verschillende economische sectoren en schetst de gevolgen van een scenario waarin de rente langdurig laag blijft voor het financiële stelsel en de reële economie.

**Scherpe correcties op financiële markten kunnen de Nederlandse financiële sector hard raken via verliezen op hun beleggingsportefeuilles.** Sterk stijgende risicopremies en dalende aandelenkoersen kunnen tot stevige correcties op de marktwaarde van de beleggingen van financiële instellingen leiden. Dit kan financiële instellingen met grote beleggingsportefeuilles, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, hard raken. Een doorrekening laat zien dat een forse neerwaartse schok op de aandelen- en obligatiemarkt<sup>6</sup> tot een verlies leidt van ongeveer 2,5 procent van het balanstotaal van verzekeraars.<sup>7</sup> Voor pensioenfondsen leidt een dergelijke schok tot een verlies van ruim 8 procent van hun balanstotaal.

**Door de grote afhankelijkheid van marktfinanciering zijn Nederlandse banken kwetsbaar voor herfinancieringsrisico.** De kredietcrisis heeft aangetoond dat marktfinanciering een groter herfinancieringsrisico kent dan depositofinanciering. De afhankelijkheid van marktfinanciering kan worden gemeten aan de hand van de *loan-to-deposit*-ratio. Sinds de kredietcrisis hebben Nederlandse banken deze ratio teruggebracht van bijna 200 procent in 2008 naar ruim 150 procent in september 2016. Daarnaast is de looptijd van de marktfinanciering in de afgelopen twee jaar licht toegenomen. Niettemin zijn Nederlandse banken in internationaal perspectief nog steeds relatief sterk afhankelijk van marktfinanciering, en daarmee kwetsbaar voor onrust op financiële markten. Bij een verder toenemende rol voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars op de hypotheekmarkt (zie hieronder), neemt de financieringsbehoefte van banken af, waardoor de *loan-to-deposit*-ratio verder naar beneden kan worden gebracht.

6 Specifiek is verondersteld dat de spreads van A en BBB obligaties met 100 basispunten toenemen, die van obligaties minder dan BBB met 300 basispunten, en de aandelenkoersen in de VS en Europa met 20 procent dalen. Daarbij wordt verondersteld dat de risicovrije rente ongewijzigd blijft, zodat de verplichtingen niet wijzigen.

7 Bij deze benadering is het mitigerende effect van de zogenoemde *volatility adjustment* op de verplichtingen van verzekeraars buiten beschouwing gelaten.

### Box 3 Positief oordeel IMF Nederlandse FSAP

Eens in de vijf jaar voert het IMF een *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) uit in landen met een systeemrelevant financieel stelsel, waaronder Nederland. In een FSAP wordt de financiële weerbaarheid en stabiliteit van het financiële systeem grondig in kaart gebracht via stresstesten en de kwaliteit van het toezicht en het crisismanagement-raamwerk beoordeeld. Onlangs heeft het IMF de FSAP over Nederland afgerond.<sup>8</sup>

Het IMF oordeelt positief over de financiële weerbaarheid van de Nederlandse bankensector en concludeert ook dat er de afgelopen vijf jaar belangrijke en verstrekkende hervormingen zijn doorgevoerd in het toezicht op de financiële sector. De stresstesten op liquiditeit tonen aan dat de Nederlandse banken in staat zijn grote schokken te doorstaan en dat het besmettingsrisico tussen banken beperkt is. Volgens het IMF zijn de lage rente en de voortdurende afhankelijkheid van banken van marktfinanciering momenteel de grootste uitdagingen voor de bankensector. Ook de hoge schuld niveaus van Nederlandse huishoudens vormen een kwetsbaarheid voor de banken. Het IMF stelt dat het aantal hypotheek met hoge LTV- en LTI-ratio's zorgelijk is, hoewel het Fonds erkent dat banken geen grote verliezen op de hypotheekportefeuille hebben geleden tijdens de crisis. De lage rente vormt volgens het IMF een zorgpunt voor de financiële positie van de pensioen- en verzekeringssector.

Op basis van zijn bevindingen doet het IMF een aantal aanbevelingen. Zo steunt het IMF het advies van het Nederlands Financieel Stabiliteitscomité (FSC) om de LTV-limiet na 2018 verder te verlagen naar 90 procent.<sup>9</sup> Ten aanzien van de bankensector adviseert het IMF de reeds ingezette versterking van de *leverage* ratio voort te zetten, omdat de financiële hefboom (de verhouding tussen schuld en eigen vermogen) nog altijd relatief hoog is. Daarnaast roept het IMF de toezichthouders op om de ontwikkelingen in de kwetsbare verzekeringssector goed in de gaten te houden en verwelkomt het IMF het wetsvoorstel dat de afwikkelbaarheid van verzekeraars mogelijk moet maken. Het IMF adviseert verder om de operationele onafhankelijkheid van de toezichtautoriteiten te versterken. DNB zal in samenwerking met de regering en de AFM de opvolging van deze aanbevelingen verder vormgeven.

**De financiële weerbaarheid van de Nederlandse bankensector is relatief goed.** De Nederlandse bankensector is relatief goed gekapitaliseerd: de gemiddelde kernkapitaalratio bedroeg in het derde kwartaal van 2016 15,3 procent, tegen 14,1 procent in het eurogebied. Nederlandse banken hebben daarbij vergeleken met andere Europese landen weinig problemleningen. Ook het IMF concludeert in haar vijfjaarlijkse reguliere *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) op basis van eigen stresstesten dat de weerbaarheid van de Nederlandse bankensector goed is (zie box 3).

<sup>8</sup> IMF (2017), Kingdom of the Netherlands-Netherlands: Financial System Stability Assessment, 3 april 2017.

<sup>9</sup> Zie <http://www.financieelstabiliteitscomite.nl/nl/nieuws/nieuwsbericht/34>

**Duidelijkheid over het toekomstige regelgevende kader voor banken ('Bazel 3.5') is gewenst.** In het Bazels Comité wordt momenteel onderhandeld over de afronding van het zogenoemde Bazel 3.5-raamwerk. Dit pakket heeft tot doel om de risicowegingen van activa, die de basis vormen voor de risicogewogen kapitaaleisen voor banken, te verbeteren en meer vergelijkbaar te maken tussen banken. DNB is voorstander van wereldwijde, uniforme afspraken, maar vindt tevens dat er rekening moet worden gehouden met verschillen in het risicoprofiel van portefeuilles tussen banken. Voor Nederlandse banken kan Bazel 3.5 resulteren in een forse verhoging van de kapitaaleisen en is het van belang dat er duidelijkheid over Bazel 3.5 komt.

## Vastgoedmarkten in Nederland

**Het herstel van de Nederlandse huizenmarkt gaat gepaard met aanzienlijke regionale verschillen.** In combinatie met de lage rente stuwt de aantrekkende economie het herstel van de Nederlandse huizenmarkt. De huizenprijzen zijn sinds het dieptepunt in 2013 met ruim 16 procent gestegen, terwijl het aantal transacties per jaar is toegenomen van ruim 100.000 in 2013 naar bijna 230.000 in het afgelopen jaar. Wel is er sprake van een geografische driedeling: een sterk herstel in de grote steden, een aantrekkende woningmarkt in omliggende gemeenten en een achterblijvende woningmarkt in de periferie.<sup>10</sup> Het sterke herstel in de steden is vooral het gevolg van inhaalvraag na de crisis en een structurele trek naar de stad door met name hoogopgeleide jongeren. De woningmarkt in omliggende gemeenten profiteert juist van het feit dat gezinnen de stad verlaten. Perifere gebieden betalen de prijs voor de trek naar de steden: vanwege het gebrek aan economisch perspectief trekken jongeren daar juist weg.

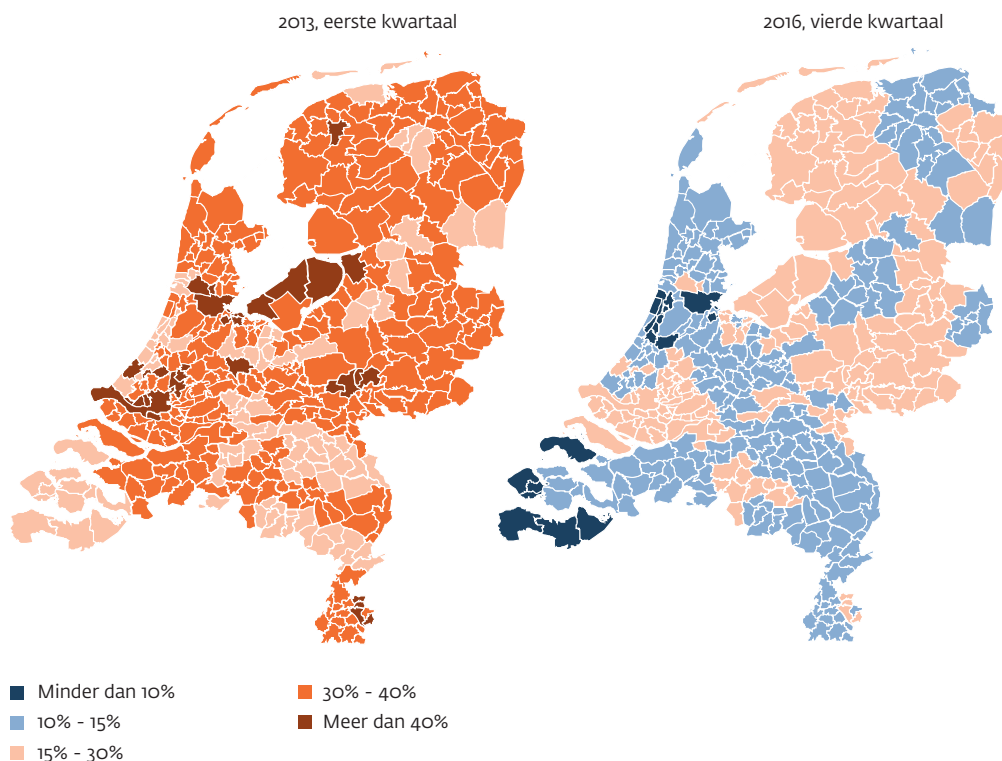
**Onderwaterproblematiek neemt af.** Eind 2016 was voor ruim 20 procent van de huiseigenaren de waarde van de woning lager dan de hypotheekschuld, tegen bijna 40 procent in 2013. Naast huizenprijsstijgingen dragen vrijwillige aflossingen bij aan het reduceren van het aantal onderwaterhypotheken: naar schatting 10 procent van de hypotheeken is hierdoor boven water gekomen. De daling van het aandeel onderwaterhypotheken is het grootst in de grote steden (figuur 1). In Amsterdam bijvoorbeeld staat momenteel minder dan 10 procent van de hypotheeken onder water, tegenover meer dan 40 procent in 2013. Ter vergelijking: in de provincie Flevoland staat momenteel nog 20 procent van de hypotheeken onder water.

**Vooralsnog zijn er geen sterke aanwijzingen voor een kredietgedreven zeepbel in de grote steden.** De huizenmarkt in de grote steden vertoont tekenen van oververhitting. Zo worden woningen in de grote steden vaker boven de vraagprijs verkocht, soms zelfs zonder voorbehoud van financiering. Volgens een recente enquête onder NVM-makelaars is dit in Amsterdam bij 45 procent van de verkopen het geval. Toch lijkt er vooralsnog van een kredietgedreven zeepbel geen sprake. De hypothecaire kredietgroei in de steden is gematigd en er wordt relatief veel eigen geld ingebracht. De sterke prijsstijgingen in de grote steden lijken dus vooral een beprijzing van schaarste.

<sup>10</sup> M. Hekwolter of Hekhuis, R. Nijskens en W. Heeringa (2017), De woningmarkt in de grote steden, DNB Occasional Study, 15-1.

## Figuur 1 Onderwaterproblematiek neemt af

Percentage onderwaterhypotheeken.



Toelichting: Gebiedsindeling aan de hand van de eerste twee cijfers van de postcode.

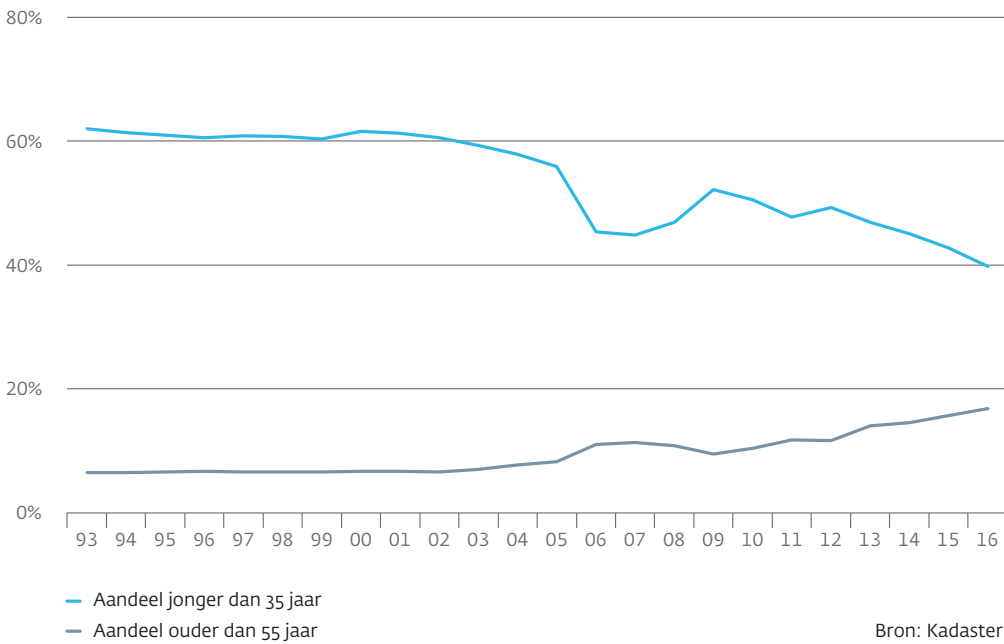
### De hypothecaire kredietgroei blijft beperkt, ondanks het herstel van de huizenmarkt.

De hypotheekschuld nam in de periode 2013-2016 met slechts 1 procent toe, terwijl de huizenprijsstijging 10 procent bedroeg. Dit komt in de eerste plaats door de toename van vrijwillige aflossingen. Sinds 2013 is naar schatting EUR 55 miljard vrijwillig afgelost op de uitstaande hypotheekschuld. Aflossing is aantrekkelijker geworden door de lage spaarrente en door de verruimde schenkingsregeling. Ten tweede kan de beperkte hypothecaire kredietgroei worden toegeschreven aan demografische factoren. Met name door de structurele daling van het geboortecijfer is het aandeel van jongeren op de woningmarkt gedaald tot circa 40 procent in 2016, terwijl het aandeel ouderen is toegenomen tot bijna 20 procent (grafiek 8). Ouderen lenen over het algemeen minder dan jongeren omdat ze vaak over eigen geld beschikken. Tot slot wordt de kredietgroei gedempt door overheidsbeleid, zoals de verlaging van de maximale LTV-ratio en het beperken van de hypotheekrenteaf trek tot annuïtaire en lineaire hypotheek.<sup>11</sup> Deze maatregelen maken het met name voor starters lastiger om de

<sup>11</sup> Sinds 2013 komen huishoudens die een nieuwe hypotheek afsluiten alleen in aanmerking voor hypotheekrenteaf trek wanneer zij hun hypotheek in een looptijd van 30 jaar volledig en tenminste annuïtair aflossen.

aankoop van een woning te financieren. Daar staat tegenover dat door de lage rente en de inkomensgroei nu juist meer geleend kan worden dan voor de crisis, ondanks de strengere inkomensnormen voor hypotheeklen.<sup>12</sup>

**Grafiek 8 Aandeel jongeren op woningmarkt daalt, terwijl aandeel ouderen stijgt**

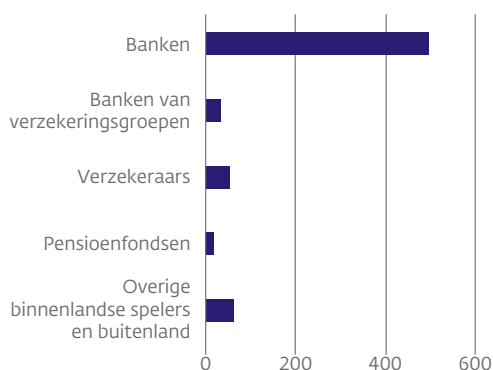


<sup>12</sup> DNBulletin (2016), Inkomensnorm hypotheeklen niet knellender dan voor de crisis, 20 oktober 2016.

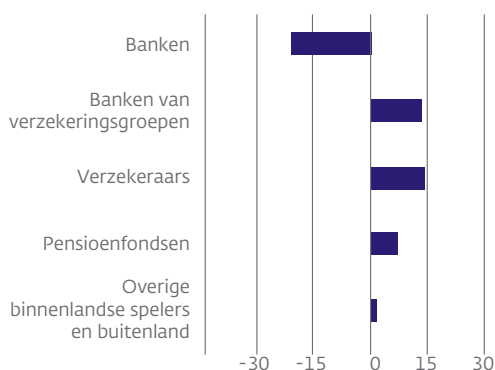
De toename van het aandeel van pensioenfondsen en verzekeraars op de markt voor hypotheeken is wenselijk. Het marktaandeel van verzekeraars en pensioenfondsen in de financiering van hypothecair krediet groeit ten koste van banken (grafiek 9). Door de lage rente zijn verzekeraars en pensioenfondsen op zoek naar beleggingen met een gunstig rendement (*search for yield*), zoals hypotheekleningen. In tegenstelling tot banken hebben deze partijen langlopende verplichtingen, waardoor de verschuiving op de hypotheekmarkt bijdraagt aan een vermindering van de looptijdtransformatie in het financiële systeem. Ook verbetert hierdoor de diversiteit en concurrentie van het kredietaanbod, wat gunstig is voor de consument. Tegelijkertijd kan deze verschuiving gepaard gaan met risico's. Zo stapelen kredietrisico's zich op bij spelers die hier mogelijk niet op zijn toegerust in hun risicobeheersing of risico's onvoldoende doorgronden.<sup>13</sup>

## Grafiek 9 Aandeel niet-banken op hypotheekmarkt groeit

Uitstaande schuld 2016 in EUR miljard.



Mutatie uitstaande schuld 2010-2016 in EUR miljard.



Bron: DNB.

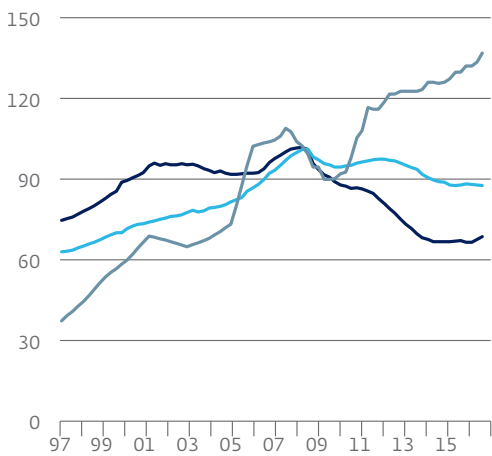
De gemiddelde prijsontwikkeling op de markt voor commercieel vastgoed maskeert grote regionale verschillen. Op toplocaties stijgen de prijzen voor commercieel vastgoed flink, terwijl op minder aantrekkelijke locaties de prijzen nauwelijks stijgen en de structurele leegstand toeneemt (grafiek 10). De prijsstijging op toplocaties wordt mede veroorzaakt doordat veel beleggers uit binnen- en buitenland in hun zoektocht naar rendement (*search for yield*) commercieel vastgoed als een aantrekkelijke belegging zien, wat een risico op zeepbelvorming impliceert. Tegelijkertijd zijn de vooruitzichten voor de commerciële vastgoedmarkt structureel ongunstig. Toenemende internetverkopen en een efficiënter kantoorgebruik verminderen de vraag naar winkel- en kantoorruimte. Daarbij mogen vanaf 2023 kantoren alleen nog maar worden gebruikt wanneer ze een energielabel C of hoger hebben. Zowel zeepbelvorming als de structurele leegstand van kantoren en winkelpanden kunnen een risico vormen voor banken en pensioenfondsen, die relatief veel blootstelling hebben op commercieel vastgoed.

<sup>13</sup> DNB (2016), Kredietmarkten in beweging, november 2016.

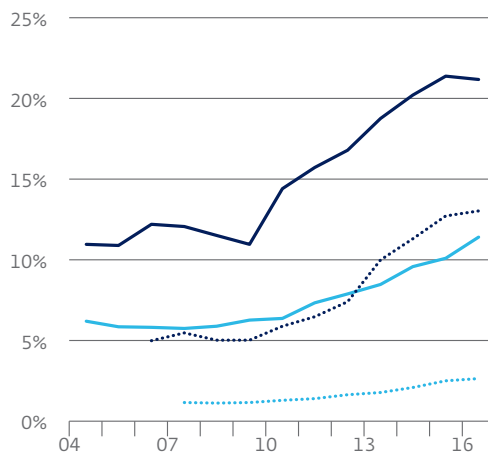


## Grafiek 10 Divergerende ontwikkelingen in commercieel vastgoed

Prijsonwikkeling (index).



Leegstand (als % van het totaal).



- Kantoorruimte
- Winkels
- Kantoren en winkels op A-locatie
- Winkels
- ... Winkels structureel
- Kantoren
- ... Kantoren structureel

Bron: ECB en Compendium voor de Leefomgeving.

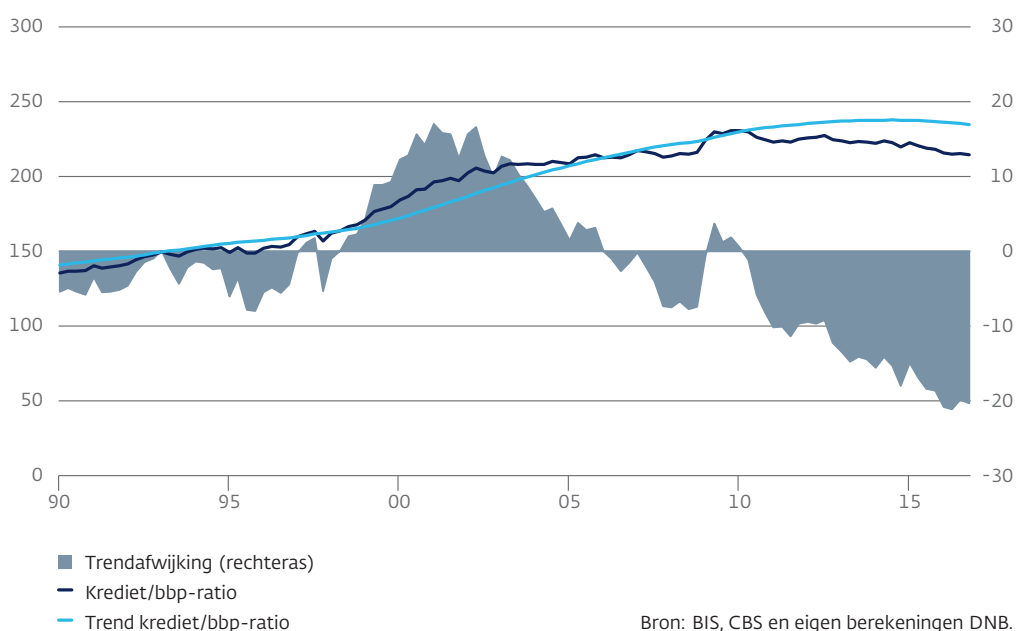
Toelichting: Structurele leegstand is de leegstand langer dan 3 jaar.

## Macroprudentieel beleid in Nederland

De **contracyclische kapitaalbuffer staat op 0 procent**. DNB kan macroprudentiële instrumenten inzetten om de financiële stabiliteit te bevorderen, zoals de contracyclische kapitaalbuffer. Dit is een macroprudentieel instrument om banken te beschermen tegen systeemrisico's die ontstaan bij bovenmatige kredietgroei. Het instrument is een variabele opslag boven de minimum kapitaaleisen, die kan oplopen tot 2,5 procent van de risicogewogen activa, of eventueel nog hoger indien de omstandigheden daartoe aanleiding geven. Een belangrijke indicator voor het activeren van de buffer is de *credit gap*, het verschil tussen de kredietverlening en haar trendmatige niveau. Momenteel is de *credit gap* nog steeds duidelijk negatief, wat op een gematigde ontwikkeling van de kredietgroei duidt (grafiek 11). Het achterblijven van de hypothecaire kredietgroei bij de stijging van de huizenprijzen past in dit beeld. Daarnaast wordt gekeken naar andere indicatoren, zoals de onroerendgoedprijzen en de kredietverlening naar subsector. Ook deze geven geen aanleiding om de contracyclische kapitaalbuffer te activeren. Eerder werd al geconstateerd dat er geen sprake lijkt te zijn van een kredietgedreven zeepbel op de huizenmarkt, onder meer doordat de aankoop van woningen gepaard gaat met meer inbreng van eigen geld.

### Grafiek 11 Nederlandse kredietverlening onder trendmatig niveau

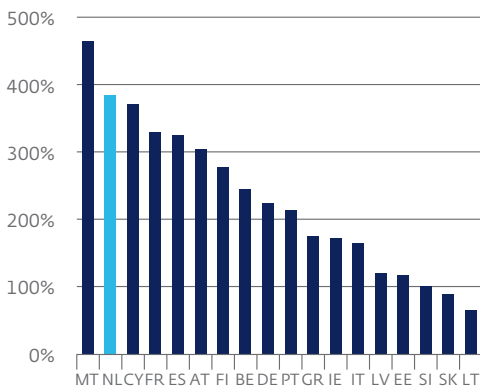
Totale kredietverlening aan Nederlandse bedrijven en huishoudens als percentage van bbp.



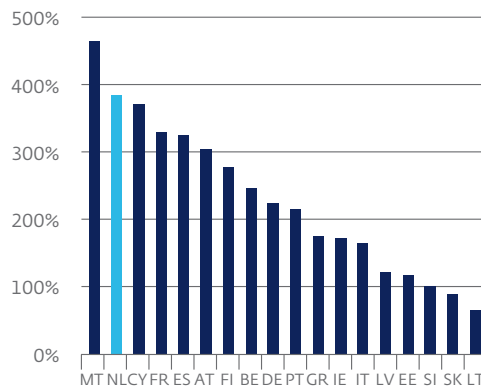
Toelichting: De trend is berekend op basis van een HP-filter. Zie voor een toelichting ESRB (2014), Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates, ESRB/2014/1.

## Grafiek 12 Nederlandse bankensector groot en geconcentreerd

Omvang bankensector (als % van het bbp; 2015).



Aandeel van de top-5 banken (als % van totale activa; 2016K3)



Bron: ECB.

[De extra kapitaalbuffers voor systeembanken blijven van toepassing.](#) Nederland heeft naar internationale maatstaven een grote en geconcentreerde bankensector (grafiek 12). Hierdoor is de systeemrelevantie van de Nederlandse bankensector groot. DNB heeft de vijf systeemrelevante banken een systeemrelevantiebuffer opgelegd, die geleidelijk tussen 2016 en 2019 mag worden opgebouwd. DNB evalueert jaarlijks de systeemrelevantie van de banken. Eind 2016 heeft DNB de systeembuffers voor ING, Rabobank en ABN Amro (3%), SNS Bank en BNG Bank (1%) ongewijzigd gelaten.

[Beleid gericht op het verminderen van financiële kwetsbaarheden van Nederlandse huishoudens dient te worden gecontinueerd.](#) De afgelopen jaren zijn diverse maatregelen genomen om de risico's van de huizenmarkt voor de Nederlandse financiële stabiliteit te beperken. Zo zijn de leennormen voor hypotheekleningen aangescherpt en wordt de hypotheekrenteaftrek geleidelijk afgebouwd. Ook is het maximale bedrag dat kan worden geleend ten opzichte van de waarde van het huis in de afgelopen jaren verlaagd, naar 101 procent in 2017. Het is wenselijk dit beleid te continueren en intensiveren, zeker nu het herstel van de huizenmarkt doorzet en de rente laag is.

Tabel 1 Huidige inzet van belangrijkste macroprudentiële instrumenten

Instrument	Status	Opmerking
Kapitaalbuffereis voor systeembanken	Geleidelijke infasering tot 2019	Geldt voor Rabobank, ING Bank, ABN AMRO (alle 3%) en voor SNS Bank en BNG Bank (1%)
Contracyclische kapitaalbuffer	Sinds 1 januari 2016 vastgesteld op 0%	Tot op heden niet geactiveerd
LTV-limiet	Stapsgewijze afbouw tot 100% in 2018	FSC adviseert verdere verlaging na 2018 tot 90%
LTI-limiet	Ruim viermaal het bruto inkomen	Wettelijke regeling, op basis van de bruto woonlasten ten opzichte van het inkomen

## 2 Gevolgen van langjarig lage rente

De rente bevindt zich op een historisch laag niveau. Dit hoofdstuk analyseert eerst de doorwerking van de rentedaling van de afgelopen jaren op de reële economie en het financiële stelsel en vervolgens de gevolgen van een scenario waarin de rente langdurig laag blijft. In een dergelijk scenario zullen de voordelen van een dalende rente, zoals waardestijgingen van beleggingen, verdwijnen. Daarnaast kan een aanhoudend lage rente tot misallocatie van kapitaal, verdere balansverlenging van huishoudens en gewenning leiden. Ook wordt in een dergelijk scenario de winstgevendheid van banken aangetast en wordt het voor pensioenfondsen en verzekeraars moeilijker hun verplichtingen na te komen. Maar een aanhoudend lage rente biedt ook kansen. Structurele aanpassingen, zoals de afbouw van de hypotheekrenteaftrek en de verduurzaming van de economie, kunnen bij een lage rente worden versneld, zodat de weerbaarheid van de economie wordt vergroot.

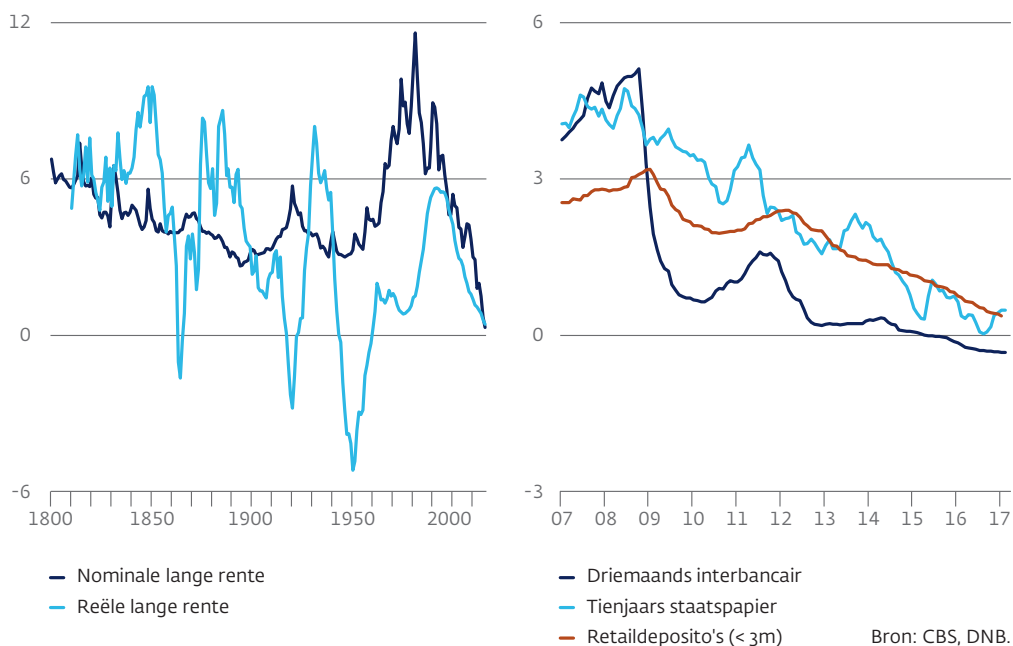
27

### Gestage daling van de rente: een terugblik

De rente in Nederland is historisch laag. In de afgelopen drie decennia zijn rentevoeten trendmatig gedaald (grafiek 13), zowel in nominale als in reële termen. Deze daling weerspiegelt in de eerste plaats een daling van de "natuurlijke rente" of evenwichtsrente (zie box 4). Dat is de rente waarbij vraag en aanbod van kapitaal in evenwicht zijn en de economie zich in een situatie van volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit bevindt. De evenwichtsrente vormt een referentiewaarde voor het monetaire beleid. Om prijsstabiliteit te bereiken, kan het nodig zijn de beleidsrente tijdelijk te verlagen onder de evenwichtsrente en zo de inflatieverwachtingen te verhogen. Zo heeft de ECB de afgelopen jaren de beleidsrente fors verlaagd en daarnaast andere maatregelen genomen, zoals het opkopen van staatsobligaties, om de marktrente onder de evenwichtsrente te brengen. Dit expansieve monetaire beleid heeft bijgedragen aan beperking van deflatoire druk en aan het economische herstel in het eurogebied.

## Grafiek 13 De Nederlandse rente in historisch perspectief

Procenten per jaar.



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

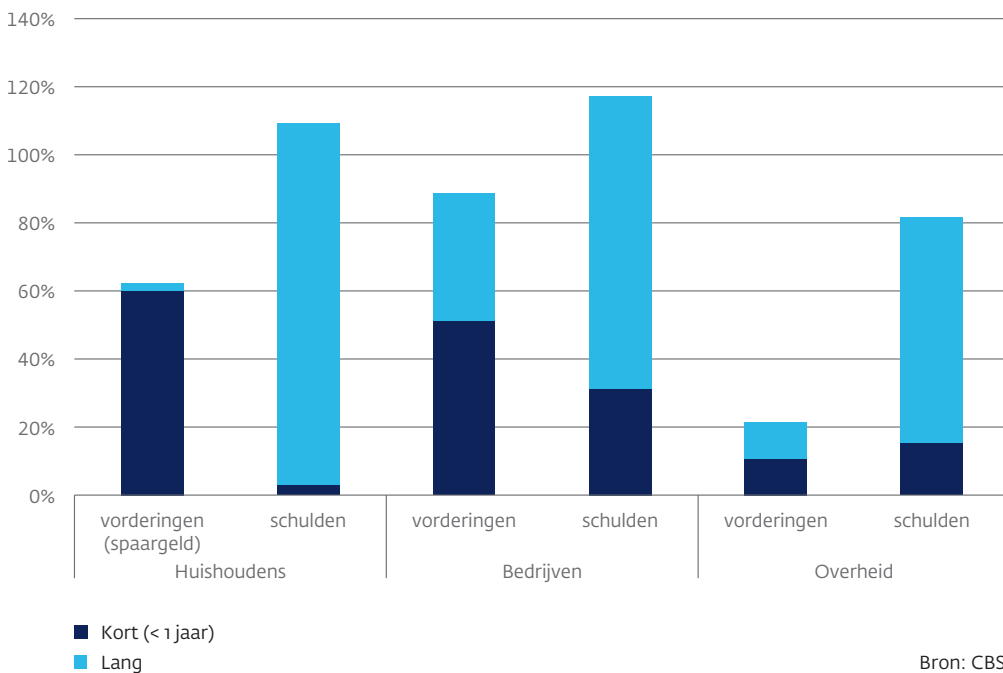
Bron: CBS, DNB.

### Gevolgen voor de reële economie

De rentedaling pakt gunstig uit voor sectoren met kortlopende schulden en langlopende vastrentende vorderingen. Bij kortlopende schulden nemen immers de rentelasten snel af, terwijl langlopende vorderingen in waarde stijgen. Partijen met langlopende schulden kunnen pas na verloop van tijd profiteren van de lage rente, terwijl voor partijen met kortlopende vorderingen de rente-inkomsten snel afnemen. Grafiek 14 geeft een overzicht van de financiële balansen per sector. De balansen van huishoudens en de overheid worden gedomineerd door langlopende schulden, waardoor hun rentelasten de afgelopen jaren per saldo gestaag zijn gedaald. Voor bedrijven zijn de rentedragende activa en passiva meer in evenwicht, waardoor de gevolgen van een lagere rente voor deze sector als geheel beperkt zijn. Daarbij is het beeld binnen de sectoren heterogener dan uit deze cijfers blijkt. Zo zijn binnen de sector huishoudens de vastrentende vorderingen en schulden zeer scheef verdeeld en bestaan binnen de sector bedrijven verschillen tussen bedrijfstakken en tussen grote ondernemingen en het midden- en kleinbedrijf (MKB).

## Grafiek 14 Rentedragende vorderingen en schulden per sector ongelijk verdeeld

Percentage bbp, per eind 2016.



Voor huishoudens met hypotheekschulden zijn de rentelasten gedaald, maar daar staat tegenover dat hun pensioenvooruitzichten zijn verslechterd. Nederlandse huishoudens hebben lange balansen met hoge hypotheekschulden en omvangrijke vermogens in de vorm van pensioenen en woningen.<sup>14</sup> Door de hoge schulden en relatief geringe spaardeposito's, dalen de netto rentelasten van Nederlandse huishoudens als gevolg van een lagere rente. Aangezien de meeste hypotheekschuld een rentevaste periode heeft van 5 à 10 jaar, duurt het wel enige tijd voordat de rentedaling is doorgewerkt in de rentelasten. Zo is de gemiddelde rente op uitstaande hypotheek van banken gedaald van circa 5 procent in 2008 tot 3,6 procent begin dit jaar, terwijl de rente op nieuwe hypotheek in dezelfde periode is gedaald tot 2,4 procent. Daarnaast werkt een rentedaling via indirecte kanalen door op andere vermogenscomponenten van huishoudens. De lage hypotheekrente stuwt de huizenprijzen op, waardoor de waarde van het eigenwoningbezit toeneemt. Daar staat tegenover dat de gedaalde rente via het pensioenvermogen een negatief effect heeft, aangezien de dekkingsgraad van pensioenfondsen wordt uitgehold (zie hieronder). Dit kan voor huishoudens betekenen dat hun pensioenregeling wordt versoberd of dat ze worden gekort op hun pensioen.

<sup>14</sup> J. Parlevliet en T. Kooiman (2015), De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?, DNB Occasional Study, No. 13-1.

## Box 4 Verklaringen voor de lage rente

De daling van de kapitaalmarktrente is een trendmatig en wereldwijd fenomeen. De nominale rente daalt al enkele decennia (grafiek 13), wat deels kan worden verklaard uit de afgenomen inflatie. Maar het leeuwendeel hangt samen met de gedaalde evenwichtsrente. Dat is de reële rente waarbij vraag en aanbod van kapitaal in evenwicht zijn en de economie zich in een situatie van volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit bevindt. Door schokken in de onderliggende *fundamentals* varieert de evenwichtsrente door de tijd.

### Langetermijntrends

De evenwichtsrente is zelf niet waarneembaar en wordt daarom benaderd door middel van modelberekeningen. Op basis van dergelijke schattingen concluderen sommige studies dat de evenwichtsrente in het eurogebied recent negatief is geworden.<sup>15</sup> De evenwichtsrente kan ook worden benaderd door de marktverwachting van de reële risicovrije rente op lange termijn. Een maatstaf voor het eurogebied is de langetermijnverwachting van de Duitse reële rente, die momenteel circa 1 procent bedraagt, ten opzichte van ongeveer 3 procent voor de crisis. Deze uiteenlopende schattingen laten zien dat de evenwichtsrente niet met zekerheid is vast te stellen. Wel blijkt uit verschillende maatstaven dat de evenwichtsrente wereldwijd trendmatig is gedaald tot een laag niveau.

De daling wordt verklaard uit de lage trendmatige economische groei en uit ontwikkelingen in besparingen en investeringen.<sup>16</sup> De trendgroei hangt samen met demografische ontwikkelingen en technologische vooruitgang. Deze factoren bepalen zo de marginale opbrengst op kapitaal en daarmee de reële rente. De afname van de bevolkingsgroei in met name West-Europa en Japan leidt tot een lagere groei van het arbeidsaanbod, wat een determinant is voor de potentiële economische groei. In een vergrijzende samenleving kunnen bovendien de arbeidsproductiviteit en het innovatievermogen afnemen. Deze ontwikkelingen drukken de trendgroei en daarmee de evenwichtsrente. Geschat wordt dat het gedaalde groeipotentieel sinds de financiële crisis de reële rente wereldwijd met circa 100 basispunten heeft gedrukt.<sup>17</sup> Ter vergelijking: de langetermijngroeiverwachting voor het eurogebied is tussen 2007 en 2016 teruggevallen van 2,0 procent naar 1,2 procent (bron: Consensus Economics).

De evenwichtsrente weerspiegelt ook spaar- en investeringsgedrag. Uit onderzoek blijkt dat de wereldwijd toegenomen besparingen en afgenomen investeringen de voornaamste verklaringen voor de gedaalde evenwichtsrente zijn. Deze factoren zouden samen tweederde

15 Constâncio, V. (2016), The challenge of low real interest rates for monetary policy, speech voor Macroeconomics Symposium at Utrecht School of Economics, 15 juni 2016. Penalver, A. (2017), The natural rate of interest: estimates for the euro area, Banque de France, Eco Notepad, 23 maart 2017.

16 Zie bijvoorbeeld Laubach, T. en J. C. Williams (2003), Measuring the Natural Rate of Interest, The Review of Economics and Statistics, 85(4), 1063-1070.

17 Rachel, L en T. D. Smith (2015), Secular drivers of the global real interest rate, Bank of England Working Paper, 571.



van de daling van de mondiale reële rente sinds de jaren tachtig verklaren.<sup>18</sup> De structurele toename van besparingen hangt onder andere samen met demografische trends. Wereldwijd neemt de gemiddelde leeftijd van de beroepsbevolking toe. Deze eerste fase van de vergrijzing gaat gepaard met een opbouw van vermogen en besparingen. Dit heeft een drukkend effect op de reële rente. Daarnaast spelen de toegenomen besparingen van opkomende landen – vooral in Azië – een rol. Deze landen houden reserves aan uit voorzorg, wat bijdraagt aan de mondiale overvloed aan besparingen. De structurele afname van investeringen wordt toegeschreven aan de gedaalde prijs van investeringsgoederen (met name ICT), waardoor *ceteris paribus* minder investeringsuitgaven nodig zijn. Tevens zijn publieke investeringen de afgelopen decennia mondiaal afgenomen door budgettaire consolidatie en privatiseringen.

### Financiële factoren

Door financiële schokken en cyclische factoren kan de marktrente tijdelijk afwijken van de evenwichtsrente. Financiële *booms* en *busts* gaan meestal gepaard met sterke fluctuaties in investeringen en besparingen.<sup>19</sup> Deze ontwikkelingen kunnen de productiviteitsgroei ondermijnen, omdat tijdens een financiële hausse een misallocatie van productiefactoren kan optreden naar minder productieve sectoren. Ook problemen bij banken en de afwikkeling van hoge schulden na een financiële crisis kunnen de potentiële groei op een lager pad brengen. Een niet goed functionerend financieel stelsel belemmert namelijk een herallocatie van productiefactoren naar nieuwe groeisectoren. Omdat financiële cycli over het algemeen langer duren dan economische cycli, kan een financiële neergang de groei en daarmee de reële rente voor langere tijd drukken. Deze verklaringen voor de lage reële rente worden onder andere door de BIS aangedragen, die schat dat misallocatie in de periode 2008-2013 de productiviteitsgroei in verschillende landen met circa 50 basispunten per jaar heeft verlaagd.<sup>20</sup>

### Monetair beleid

De evenwichtsrente wordt door structurele factoren bepaald en niet door het monetaire beleid. De evenwichtsrente is wel een referentiewaarde voor het monetaire beleid. Als de beleidsrente (gecorrigeerd voor inflatie) ten opzichte daarvan te hoog zou zijn, is het beleid relatief krap en andersom relatief ruim. Om prijsstabiliteit te bereiken kan het nodig zijn om de beleidsrente tijdelijk te verlagen onder de (geschatte) evenwichtsrente en zo de inflatieverwachtingen te verhogen. Om die reden is de beleidsrente van de ECB in maart 2016 verlaagd tot 0 procent en de depositorente tot -0,4 procent. Ook bij dat niveau van de beleidsrente heeft het Eurosysteem het monetaire beleid verder kunnen verruimen, onder andere door het opkopen van staatsobligaties. Schattingen voor de impact van de

<sup>18</sup> Rachel, L en T. D. Smith (2015), op. cit.

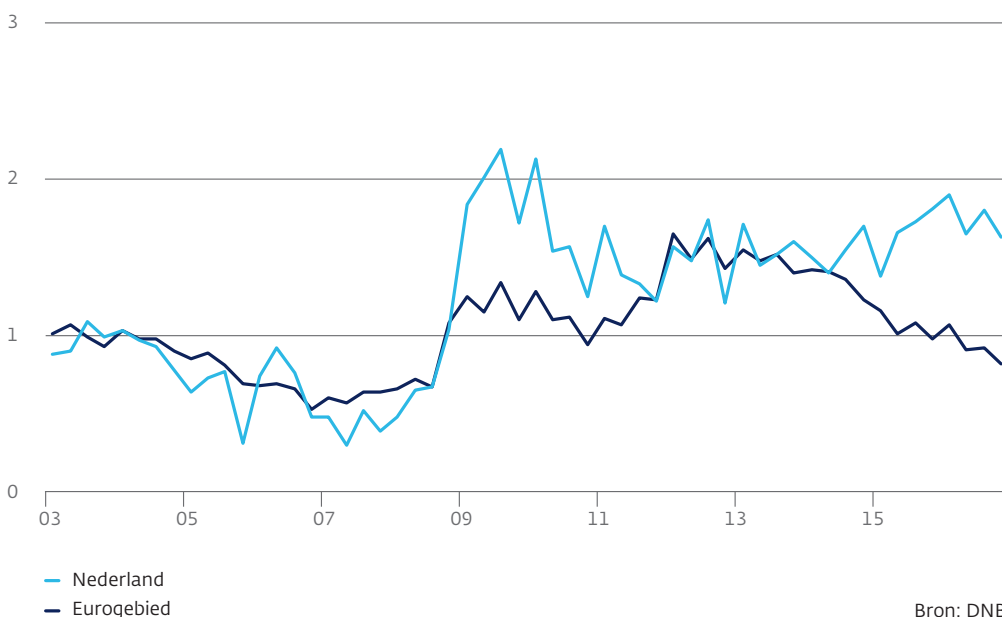
<sup>19</sup> Bayoumi, T. en B. Eichengreen (2017), *Aftershocks of Monetary Unification: Hysteresis with a Financial Twist*, NBER Working Paper, 23205

<sup>20</sup> Borio, C. (2017), *Secular stagnation or financial cycle drag?*, speech for National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference, Washington DC, 5-7 March 2017.

onconventionele monetaire maatregelen op de daling van de nominale lange rente in het eurogebied lopen uiteen van circa 80 tot 150 basispunten.<sup>21</sup> Overigens zijn de inschattingen hiervan met veel onzekerheid omgeven, omdat de verschillende factoren die de rente beïnvloeden moeilijk zijn te isoleren.

### Grafiek 15 Renteverval klein en groot leningen

Procentpunten



Toelichting: Renteverval leningen van minder en meer dan EUR 1 mln.

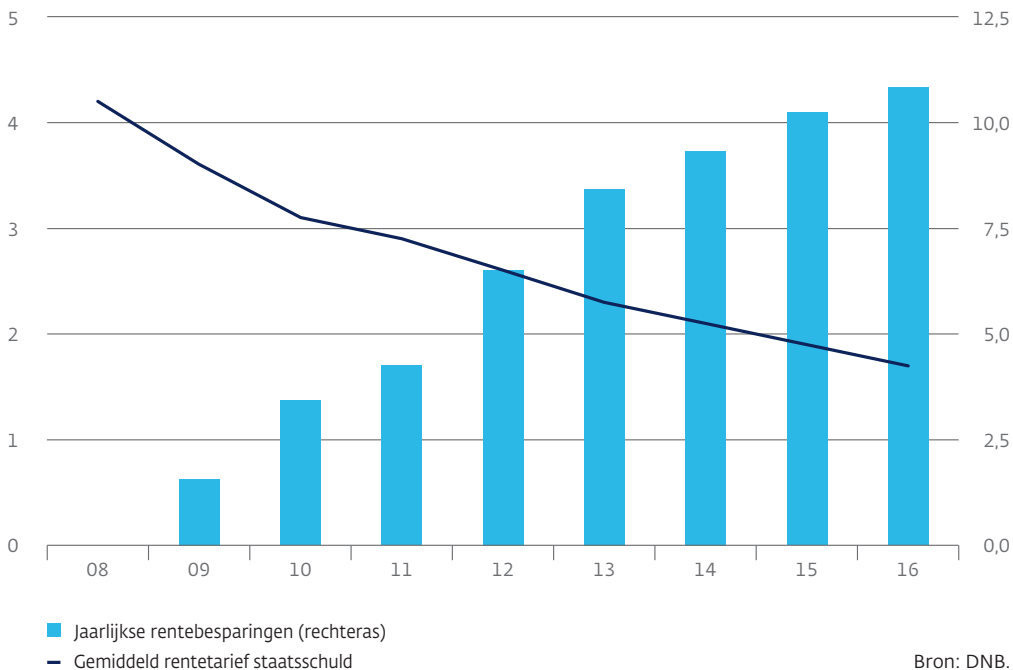
Binnen de sector bedrijven hebben vooral grote ondernemingen geprofiteerd van de gedaalde rentelasten. Banken hebben sinds het begin van de crisis hun kredietvoorwaarden voor het midden- en kleinbedrijf meer aangescherpt dan voor grote ondernemingen. Daarbij zijn voor grote bedrijven de rente-opslagen boven de marktrente per saldo gedaald sinds de crisis, terwijl deze voor kleine bedrijven juist zijn gestegen. Dit patroon is ook terug te zien in het renteverval tussen relatief kleine en grote leningen (grafiek 15). Sinds het begin van de crisis is dit renteverval flink opgelopen, waarbij de stijging in Nederland sterker is dan in het eurogebied.

<sup>21</sup> De 80 basispunten daling heeft betrekking op de risicovrije rente en de 150 basispunten daling op een gewogen index van overheidsobligaties uitgegeven door EMU-landen. Zie Praet, P. (2017), Calibrating unconventional monetary policy, 6 april.

Dit beeld wordt bevestigd door andere bronnen, zoals enquêtes onder bedrijven die laten zien dat kleine bedrijven meer belemmeringen ervaren bij het aantrekken van financiering dan grote bedrijven. Sommige van deze belemmeringen kunnen mogelijk worden toegeschreven aan het hogere risicoprofiel van kleine bedrijven. Daarnaast is het, mede door het ontbreken van een kredietregister, voor banken relatief bewerkelijk om de kredietwaardigheid van het MKB goed te kunnen beoordelen. Tot slot is met name op de markt voor MKB-krediet de concurrentie afgenomen, als gevolg van consolidatie in de bankensector. Grote bedrijven kunnen doorgaans gemakkelijker financiering aantrekken van buitenlandse banken of op de financiële markten.

### Grafiek 16 Jaarlijks bespaarde rentelasten Nederlandse overheid

Rentetarief in procenten per jaar en besparingen in miljarden euro.



Toelichting: Mechanische inschatting van de besparing op rentelasten ten opzichte van een scenario waarin de rente op 10-jaarsobligaties na 2008 op 4,2 procent zou zijn gebleven en elk jaar één zevende van de schuld wordt gefinancierd. Het opwaartse effect van hogere rentelasten op de feitelijke schuldontwikkeling is in het scenario niet meegenomen.

De overheid heeft geprofiteerd van de daling van de rente. Als gevolg van de rentedaling sinds 2008 zijn de bespaarde rentelasten opgelopen tot naar schatting ruim EUR 10 mrd per jaar (grafiek 16). Daarnaast leveren de gedaalde rentelasten van huishoudens en bedrijven een budgettaire besparing op, aangezien de belastingderving door fiscale aftrekposten hierdoor kleiner is geworden. Door deze besparingen hoefde de Nederlandse overheid de afgelopen jaren minder te bezuinigen en was zij in staat om sneller aan de Europese begrotingsregels te voldoen.

Met DELFI, het macro-economische model van DNB, kan een inschatting worden gemaakt van de effecten op de binnenlandse sectoren van de Nederlandse economie. Dit kan worden gedaan met behulp van een *counterfactual* simulatie-experiment. In dit experiment wordt onderzocht hoe de Nederlandse economie zich zou hebben ontwikkeld als de markttrentes in Nederland constant waren gebleven op de niveaus aan de vooravond van de crisis in september 2008. Er is daarbij geen rekening gehouden met een constante markttrente in het buitenland, en de invloed daarvan op de mondiale economie en de wereldhandel. De kwantificering heeft derhalve een partieel karakter en is met de nodige onzekerheid omgeven, ook al omdat de gevolgen van de rentedaling moeilijk los te zien zijn van de achterliggende oorzaken (zie box 4).<sup>22</sup>

Macro-economisch bezien heeft de daling van de rente gunstig uitgepakt voor de Nederlandse economie. Zonder rentedaling zou in 2009 de driemaandsrente in Nederland circa 3 procentpunt hoger zijn geweest, oplopend naar 4,5 procentpunt in 2016. De 10-jaars kapitaalmarktrente zou tussen 1 respectievelijk 3,5 procentpunt hoger liggen. Deze hogere rentes zouden zich vertalen in lagere gezinsconsumptie en bedrijfsinvesteringen. Zo zou de groei van de gezinsconsumptie over de periode 2009-2016 jaarlijks gemiddeld 0,9 procentpunt lager zijn geweest. Dit komt niet alleen door het neerwaartse effect op het beschikbaar inkomen, maar ook door lagere huizenprijzen. De groei van de bedrijfsinvesteringen zou jaarlijks gemiddeld 1,5 procentpunt lager uitkomen, vooral als gevolg van hogere kapitaalkosten en de productiedaling (acceleratormechanisme). De groei van het bbp zou gemiddeld 0,4 procentpunt lager zijn uitgekomen. Ook de jaarlijkse werkgelegenheidsgroei zou met gemiddeld 0,4 procentpunt zijn gedrukt. Al met al zou de werkloosheid in 2016 2,4 procentpunt hoger hebben gelegen. Zonder rentedaling was de dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen fors hoger geweest (circa 30 procentpunten in 2016); de huizenprijzen zouden daarentegen beduidend lager zijn uitgekomen (15% in 2016). Ook de overheidsfinanciën worden geraakt: het EMU-saldo zou in 2016 2,5% bbp lager zijn geweest als gevolg van de verminderde economische activiteit en de hogere rente.

### Gevolgen voor de financiële sector

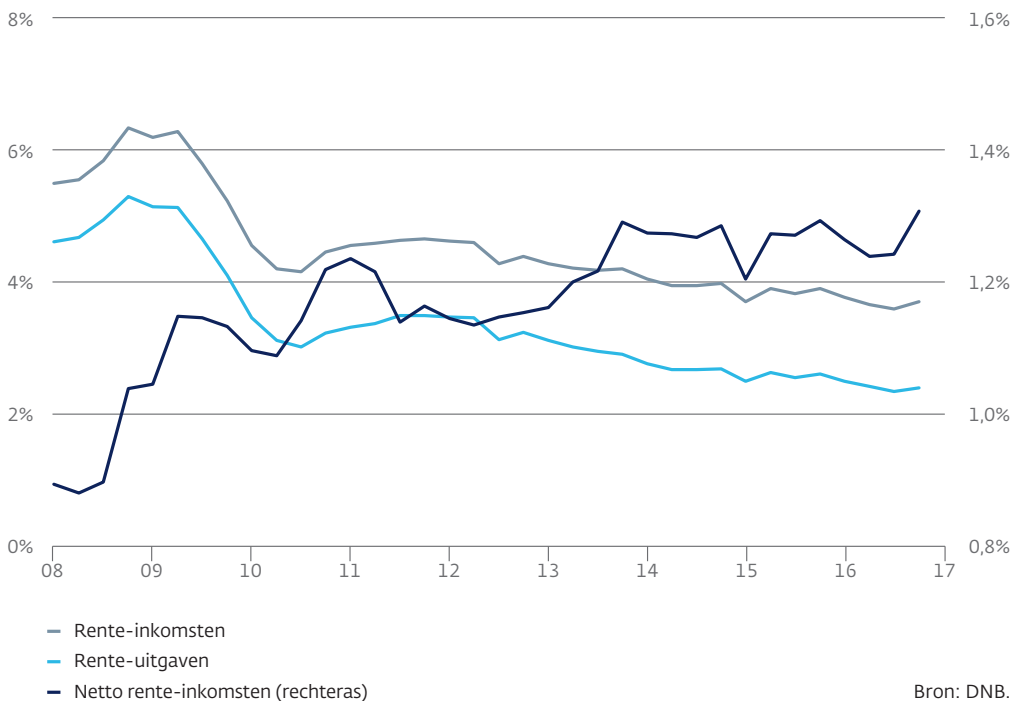
Nederlandse banken hebben hun rentebaten vooralsnog goed op peil kunnen houden.

In principe hebben bankkredieten een langere rentevaste looptijd dan de door de banken aangetrokken financiering. Bij een rentedaling nemen de financieringslasten daarom over het algemeen sneller af dan de rente-inkomsten op uitstaande leningen. De netto rente-ontvangsten van Nederlandse banken zijn de afgelopen jaren dan ook duidelijk opgelopen (grafiek 17). Hierbij moet worden bedacht dat banken hun renterisico in verband met looptijdtransformatie grotendeels hebben afgedekt met renteswaps, waarbij ze vaste rente

<sup>22</sup> Alle genoemde effecten in het simulatie-experiment gaan uit van de veronderstelling van overig ongewijzigd beleid en ongewijzigde omstandigheden.

### Grafiek 17 Netto rente-inkomsten banken afgelopen jaren toegenomen

Procenten balanstotaal; rente-inkomsten en -uitgaven exclusief renteswaps, voortschrijdende vierkwartaalsom.



betalen en variabel ontvangen. Deze renteswaps beperken het positieve effect van een rentedaling op de netto rentebaten, waardoor het uiteindelijke effect op de nettowinst beperkt is.<sup>23</sup> Daarbij is ook van belang in hoeverre banken hun rentetarieven op kredieten en deposito's aanpassen aan de marktrente. Zo bleef de rentemarge op hypotheekleningen tussen 2009 en 2014 relatief hoog, maar hebben banken de afgelopen jaren hun tarieven op retaildeposito's niet volledig laten meedalen met de geldmarktrente. Verder heeft de dalende rente een gunstig effect gehad op de kredietverliezen van banken. De gedaalde rente heeft immers de rentelasten van debiteuren verminderd. Tot slot zijn de obligatieportefeuilles van banken door de gedaalde rente in waarde gestegen. De omvang van dit effect is echter gering, omdat de op marktwaarde gewaardeerde obligatieportefeuille van banken relatief klein is (circa 8 procent van het balanstotaal).

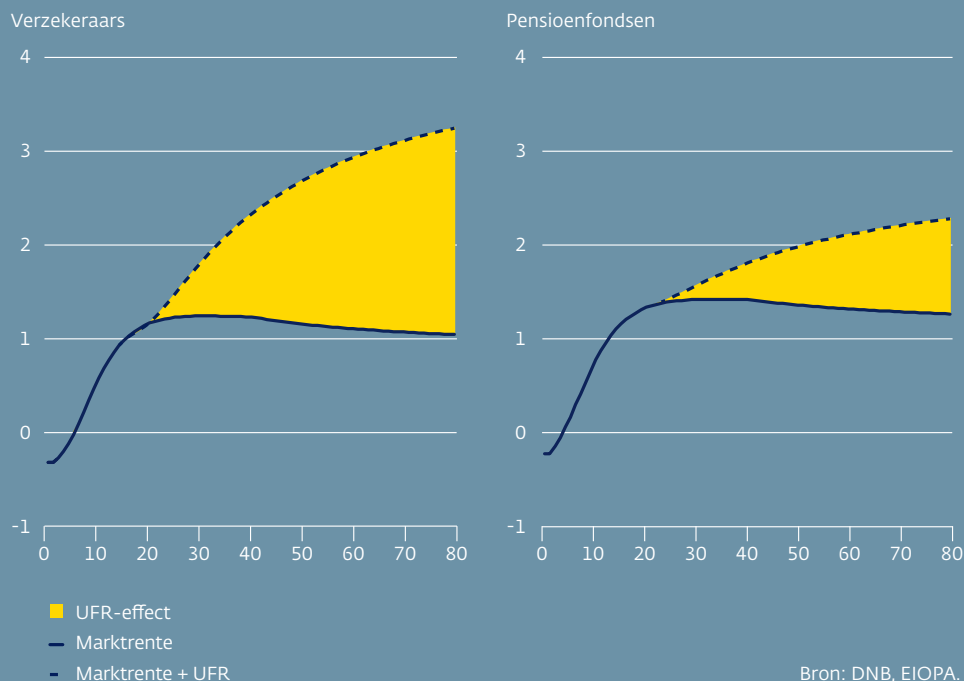
<sup>23</sup> Chaudron, R. (2016), Bank profitability and risk taking in a prolonged environment of low interest rates: a study of interest rate risk in the banking book of Dutch banks, DNB Working Paper, No. 526.

### Box 5 De *Ultimate Forward Rate* voor pensioenfondsen en verzekeraars

De verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars worden gewaardeerd op basis van een rentecurve. Dit betekent dat de verwachte toekomstige kasstromen worden verdisconteerd tegen actuele marktrentes. Voor de langlopende verplichtingen mag echter gebruik worden gemaakt van de *Ultimate Forward Rate* (UFR). Dit is een op basis van berekeningen vastgestelde rente, waar de rentecurve voor de verplichtingen langer dan 20 jaar geleidelijk naartoe groeit. Voor deze aanpak is gekozen omdat de markt voor financiële producten met zeer lange looptijden onvoldoende diep, liquide en transparant is.

### Grafiek 18 Effect UFR op rentecurve voor verzekeraars en pensioenfondsen

Op basis van gegevens begin 2017; rente in procenten (verticaal), looptijd in jaren (horizontaal).



De UFR voor verzekeraars wordt in Europees verband vastgesteld en bedraagt op dit moment 4,2 procent. Dit betekent dat de verplichtingen langer dan 20 jaar contant worden gemaakt met een fors hogere rente dan de marktrente (grafiek 18). Onlangs heeft EIOPA, de Europese autoriteit voor verzekeraars, een nieuwe methode vastgesteld om het niveau van de UFR te bepalen. Deze methode laat het niveau van de UFR de komende jaren

geleidelijk dalen naar 3,65 procent, wat nog steeds boven de huidige marktrentes ligt. De UFR voor pensioenfondsen wordt door DNB vastgesteld, op basis van een methode die meer marktinformatie meeneemt dan de Europese UFR-systematiek voor verzekeraars. Deze alternatieve benadering voor pensioenfondsen wordt sinds 2015 toegepast en leidt tot een UFR die veel minder afwijkt van de marktrente dan de UFR voor verzekeraars. De UFR voor pensioenfondsen is gebaseerd op een tienjaars voortschrijdend gemiddelde van de 20-jarige rente en bedroeg eind maart 2017 2,8 procent. Omdat de rente de afgelopen jaren zeer laag was, zal de UFR voor pensioenfondsen naar verwachting binnen enkele jaren naar een niveau onder de 2 procent dalen. Door toepassing van de UFR is de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen momenteel ruim 4 procentpunt hoger dan wanneer deze zou worden berekend op basis van de marktrente.

Hoewel de recente verlaging van de UFR voor verzekeraars een stap in de goede richting is, is DNB voorstander van verdergaande aanpassingen in de richting van een meer marktgerichte aanpak, in lijn met de benadering die wordt gevolgd voor pensioenfondsen. Dit is belangrijk om een realistischer beeld te krijgen van de solvabiliteit, met name in een situatie van aanhoudend lage rentevoeten.

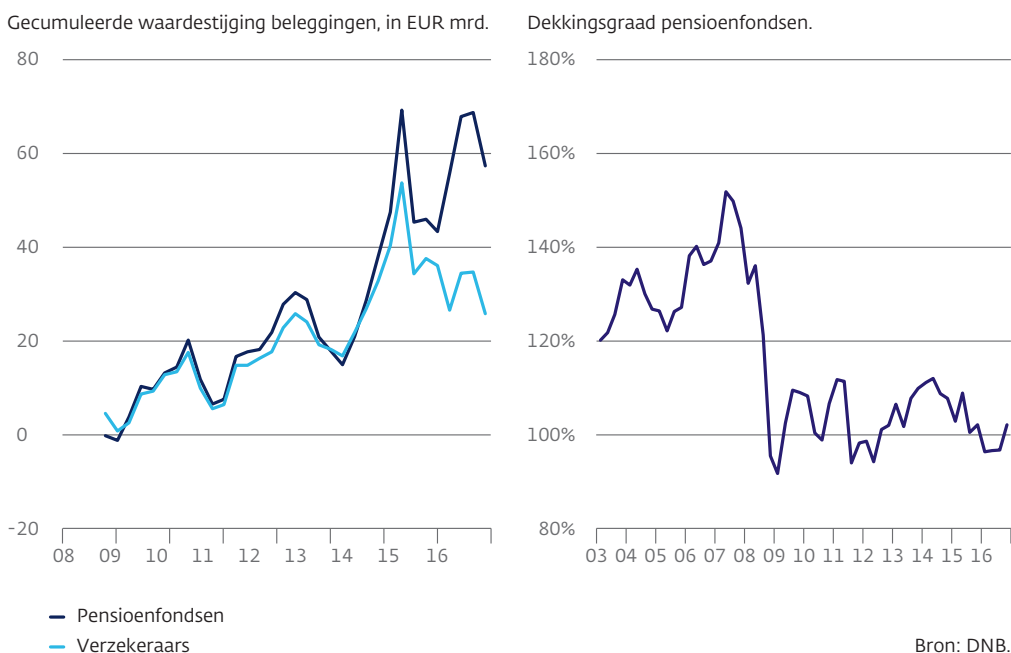
Voor pensioenfondsen en verzekeraars heeft de rentedaling negatief uitgewerkt. Deze instellingen hebben door de rentedaling hun vastrentende portefeuilles in waarde zien stijgen (grafiek 19, links). Maar tegelijkertijd zijn de verplichtingen fors toegenomen, aangezien deze worden gewaardeerd op basis van de rentecurve (zie box 5). De toename van de verplichtingen is veel sterker dan die van de vastrentende beleggingen, omdat de verplichtingen gemiddeld een langere looptijd hebben.<sup>24</sup> Bovendien zijn verplichtingen qua omvang veel groter dan vastrentende beleggingen, die slechts een deel van de activa vormen.<sup>25</sup> Het verschil in rentegevoeligheid tussen vorderingen en verplichtingen wordt met name door pensioenfondsen slechts in beperkte mate afgedekt. Pensioenfondsen dekken gemiddeld ongeveer de helft van hun renterisico af, waarbij tussen de fondsen grote verschillen bestaan.<sup>26</sup> Per saldo heeft de rentedaling een negatief effect gehad op de financiële positie, wat blijkt uit de verslechtering van de dekkingsgraad in korte tijd (grafiek 19, rechts). De meeste fondsen waren de afgelopen jaren genoodzaakt maatregelen te nemen om hun financiële positie te verbeteren, waaronder opschorting van indexatie, korting op pensioentoezeggingen of verhoging van premies.

<sup>24</sup> Daarbij wordt de invloed van de rentedaling op de toename van de verplichtingen onderschat. Dit komt doordat pensioenfondsen en verzekeraars voor het verdisconteren van langlopende verplichtingen gebruik mogen maken van de *Ultimate Forward Rate* (zie box 5).

<sup>25</sup> Niet-vastrentende activa – met name aandelen – zijn minder rentegevoelig dan obligaties. Aandelen profiteren in het algemeen van het positieve effect van een rentedaling op vermogensprijzen, maar daar staat tegenover dat een lage rente historisch ook samenhangt met perioden van matige economische groei, waardoor bedrijfswinsten en dividenduitkeringen onder druk staan.

<sup>26</sup> DNB (2015), Rente-afdekking door pensioenfondsen, Onderzoek op verzoek van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

## Grafiek 19 Solvabiliteit institutionele beleggers verslechtert ondanks beleggingswinst



Toelichting: Vastrentende beleggingen stijgen in waarde bij een rentedaling. Hier is weergegeven de gecumuleerde waardeinstijging beleggingen, inclusief indirecte uitzettingen via beleggingsfondsen.

## Ontwikkelingen bij een aanhoudend lage rente: een scenario-analyse

In het vervolg van dit hoofdstuk wordt een scenario uitgewerkt waarin rentevoeten vele jaren op een laag niveau blijven, zoals het geval is in Japan (zie box 6). Hiermee geeft DNB invulling aan de Tweede Kamer-motie van Schouten c.s., waarin CPB en DNB wordt verzocht om de gevolgen van een langjarig lage rente te analyseren.<sup>27</sup> Uitgangspunt is dat zowel de nominale als de reële rente langdurig laag blijven, zowel in Nederland als in het buitenland. Deze veronderstelling over de rente moet niet worden gezien als voorspelling, maar als een mogelijk scenario.

<sup>27</sup> Motie Schouten, Harbers en Nijboer, dd. 5 oktober 2016 (Tweede Kamer, Kamerstuk 34 550, nr. 39):

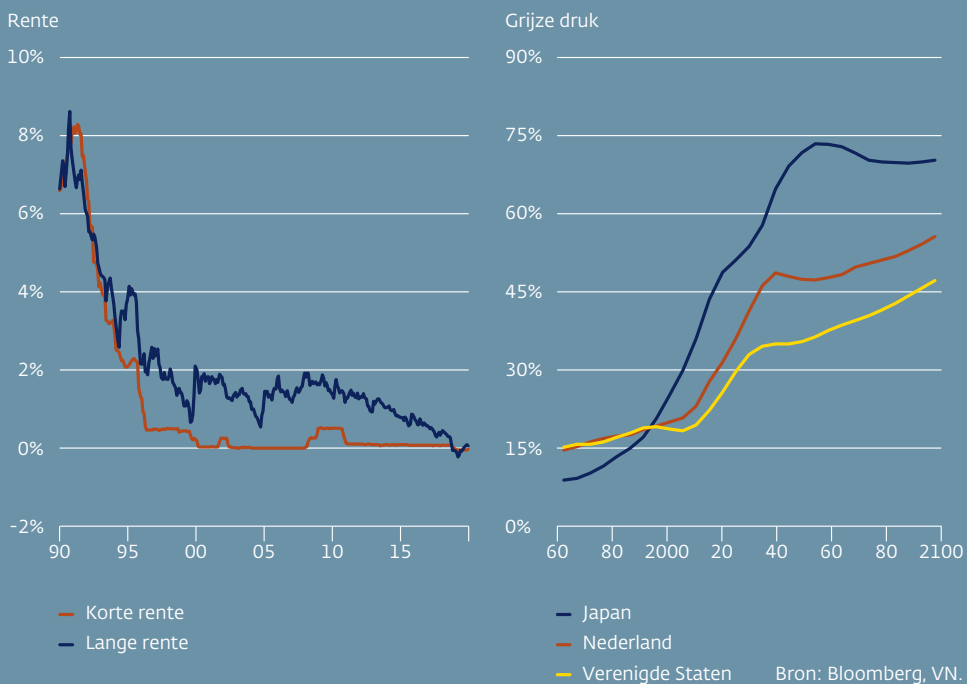
*De Kamer, gehoord de beraadslaging, overwegende dat de rentes zich, wereldwijd en waarschijnlijk langjarig, op een laag niveau bevinden; verzoekt de regering, een brede analyse te laten maken door het CPB en DNB van de effecten van langjarige lage rentestanden op de overheid, economie, huishoudens, financiële sector inclusief verzekeraars, pensioenfondsen, banken, kredietverlening en de schokbestendigheid van deze sectoren, en gaat over tot de orde van de dag.*



## Box 6 Ervaringen met langdurig lage rente in Japan

Japan heeft al langer te maken met langdurig lage rentevoeten. Sinds medio jaren negentig ligt de lange rente in Japan vrijwel voortdurend onder de twee procent en de korte rente dichtbij nul procent (grafiek 20, links). Tegelijkertijd is de inflatie laag en is de economie gestagneerd. Deze ontwikkelingen volgden op het knappen van een speculatieve zeepbel op de aandelen- en vastgoedmarkten begin jaren negentig. Daarnaast speelden structurele factoren een rol, zoals een vergrijzende bevolking (zie box 4). De demografische ontwikkelingen zijn voor Japan veel ingrijpender dan voor de meeste andere landen (grafiek 20, rechts).

### Grafiek 20 Japan: lage rente en snelle vergrijzing



Toelichting: De grijze druk is het aantal 65-plussers als percentage van de beroepsbevolking (leeftijd 15-64 jaar); projecties van de Verenigde Naties (gemiddeld scenario).

Japanse banken kregen door de crisis van begin jaren negentig te maken met een stijging van het aantal probleemleningen.<sup>28</sup> Deze werden in eerste instantie doorgerold, wat mede

<sup>28</sup> Daarnaast kwamen Japanse verzekeraars en pensioenfondsen in problemen doordat ze niet in staat waren eerder afgeven beleggingsgaranties te behalen.

werd gefaciliteerd door de lage rente. Banken konden hierdoor hun acute verliezen beperkt houden, maar de keerzijde was dat veel slecht functionerende ondernemingen ('zombie-bedrijven') in stand werden gehouden, met negatieve gevolgen voor het groeipotentieel van de Japanse economie. Pas na de millenniumwisseling werden de problemleningen aangepakt en moesten de banken forse verliezen nemen. Door de lage rente werd ook de rentemarge van de banken uitgehold. Met name kleine, regionale banken kregen hiermee te maken omdat zij zich vooral financierden met deposito's, waarvan de rente neerwaarts is begrensd door de *zero lower bound*. Grote banken, die zich grotendeels financierden op de financiële markten, hadden minder last hiervan.

Japanse banken hebben op verschillende manieren gereageerd om uit hun problemen te komen. Om hun afhankelijkheid van netto rentebaten te verminderen hebben banken hun inkomsten uit andere middelen, zoals provisies, vergroot. Ook hebben Japanse banken hun activiteiten in het buitenland uitgebreid. Daarnaast hebben met name de kleinere banken fors gesneden in hun kosten, onder meer door hun kantorennetwerken te verkleinen en door consolidatie binnen de sector.

### Gevolgen voor de reële economie

Huishoudens worden gestimuleerd om hun balans *nóg verder te verlengen*. De aanhoudend lage rente zorgt ervoor dat huishoudens met dezelfde rentelasten een hogere hypotheekschuld aan kunnen gaan. Bij de hypotheekverstrekking geldt namelijk een woonlastennorm, die een maximum stelt aan het percentage van het inkomen dat een huishouden mag besteden aan rente en aflossing.<sup>29</sup> Bij een lagere rente wordt de woonlastennorm minder knellend en neemt de leencapaciteit dus automatisch toe. Tegelijkertijd betekent een aanhoudend lage rente dat huishoudens meer moeten inleggen voor hun pensioen, gegeven hun pensioenambitie. Hogere pensioenbesparingen en hypotheekschulden leiden tot balansverlenging, waarmee huishoudens kwetsbaarder worden voor schommelingen in de rente. Voor huizenbezitters met voldoende vrij besteedbaar vermogen geldt dit overigens niet altijd; bij een lage rente daalt namelijk ook het voordeel uit de hypotheekrenteaftrek en daarmee de prikkel tot maximale schuldfinanciering. Wanneer huishoudens ook de rendementen op hun spaargeld zien afnemen, kan dit hen extra stimuleren om een groter deel van de koopsom uit eigen middelen te financieren of om een deel van hun hypotheekschuld vervroegd af te lossen.<sup>30</sup> Het vermogen dat wordt opgebouwd in de eigen woning is immers vrijgesteld van belasting in box 3.

<sup>29</sup> Bij de vaststelling van de woonlastennorm mag voor hypotheekleningen met een rentevaste periode van meer dan 10 jaar, die het meest gebruikelijk is in Nederland, de feitelijke rente worden gebruikt. Bij kortere looptijden geldt een minimale toetsrente.

<sup>30</sup> Hekwolter of Hekhuis, M., R. Nijskens en W. Heeringa (2017), De woningmarkt in de grote steden, DNB Occasional Study, 15-1.

**De lage rente kan het groeipotentieel van de economie aantasten.** In een omgeving met langdurig lage rentes kunnen zwakke bedrijven relatief makkelijk overleven dankzij goedkope financiering (zie box 6). Een toename van het aantal zwakke bedrijven kan een efficiënte allocatie van productiefactoren verminderen. Zwakke bedrijven leggen namelijk een beslag op de productiemiddelen in de economie en dat maakt het moeilijker voor bestaande gezonde bedrijven om verder te groeien en voor nieuwe innovatieve bedrijven om de markt te betreden. Een groter aandeel van zwakke bedrijven in de economie kan daarom gepaard gaan met lagere investeringen en een lagere productiviteitsgroei. Dit blijkt onder meer uit een uitgebreide studie naar 'zombie-bedrijven' van de OESO.<sup>31</sup> Ander onderzoek maakt aannemelijk dat de sterk gedaalde rente sinds het midden van de jaren negentig vooral in een aantal Zuid-Europese landen heeft bijgedragen aan een ongunstige allocatie van kapitaal en een neerwaarts effect op de productiviteitsgroei. Een beperkte toegang tot financiering voor kleine, maar potentieel productieve bedrijven vormt daarin een belangrijk kanaal. Voor Nederland is gedetailleerd onderzoek over misallocatie in relatie tot de lage rente schaars. Niettemin ervaren ook in ons land vooral kleine bedrijven belemmeringen bij het aantrekken van financiering. De les uit het recente onderzoek voor andere landen is dat een langdurig lage renteomgeving gepaard gaat met een verhoogd risico van misallocatie, met negatieve gevolgen voor het groeipotentieel van de economie.

**Bovendien wordt het bij een lage reële rente lastiger de economie te stabiliseren.** Enerzijds is de ruimte voor monetaire stimulering gegeven de *zero lower bound* (zie hierna) beperkt, anderzijds kan een langdurig lage rente gepaard gaan met de opbouw van financiële onevenwichtigheden in vermogensprijs- en kredietcycli. Overmatige uitlagen van deze cycli dragen bij aan de misallocatie van kapitaal en aantasting van het groeipotentieel.

**Bij een aanhoudend lage rente kan een risico van gewenning ontstaan.** Na enige tijd zal de lage rente volledig doorwerken in de vorm van gedaalde rentelasten van bedrijven, huishoudens en de overheid. Hierdoor kan het risico ontstaan dat zij zich te veel aan de lage rente gaan laven. Naarmate gewenning optreedt, verliezen bedrijven en huishoudens prikkels om hun schulden omlaag te brengen. Dit kan leiden tot een toenemende kwetsbaarheid indien in de toekomst de rente weer zou gaan oplopen en de rentelasten toenemen. Berekeningen met het model DELFI laten zien dat een algehele verhoging van marktrentes met 1 procentpunt na twee jaar leidt tot 1,8 procent lagere bedrijfsinvesteringen en 0,9 procent lagere bestedingen. Vooral bedrijven krijgen snel te maken met de gevolgen van een eventuele rentestijging: bijna 60 procent van de zakelijke kredietverlening heeft een (resterende) rentelooptijd van minder dan een jaar.

<sup>31</sup> McGowan, M.A, D. Andrews en V. Millot (2017), The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, OECD Economics Department Working Papers No. 1372.

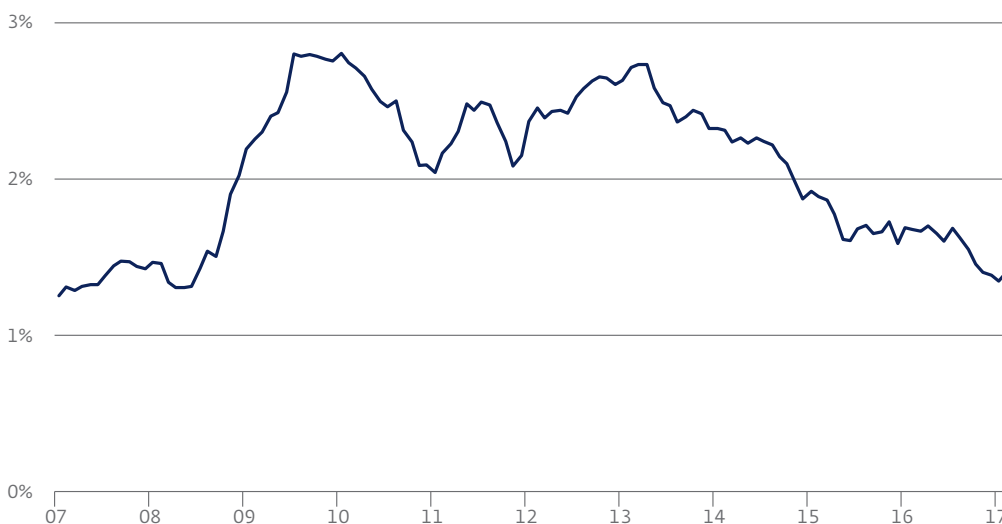
## Gevolgen voor de financiële sector

### Banken

De positieve effecten die met een dalende rente gepaard gaan, ebben geleidelijk weg. Zoals hierboven geschetst, hebben banken hun rentebaten de afgelopen jaren goed op peil kunnen houden. Maar als de rente op een laag niveau stabiliseert, zullen de gunstige effecten wegvallen. Zo heeft het aanvankelijke positieve effect op kredietrisico als keerzijde dat minder solide bedrijven overleven, wat op termijn alsnog kan leiden tot een toename van de kredietverliezen, zoals de ervaringen in Japan duidelijk hebben laten zien (zie box 6).

### Grafiek 21 Rentemarge op bestaande hypotheekleningen neemt af

Rentemarge in procentpunten.



Bron: DNB.

Toelichting: De rentemarge is het verschil tussen de hypotheekrente en financieringskosten. De financieringskosten zijn berekend op basis van de kosten van spaargeld, marktfinanciering, centralebank-financiering en eigen vermogen.

### Relatief winstgevendere leningen worden doorgerold tegen minder winstgevendere condities.

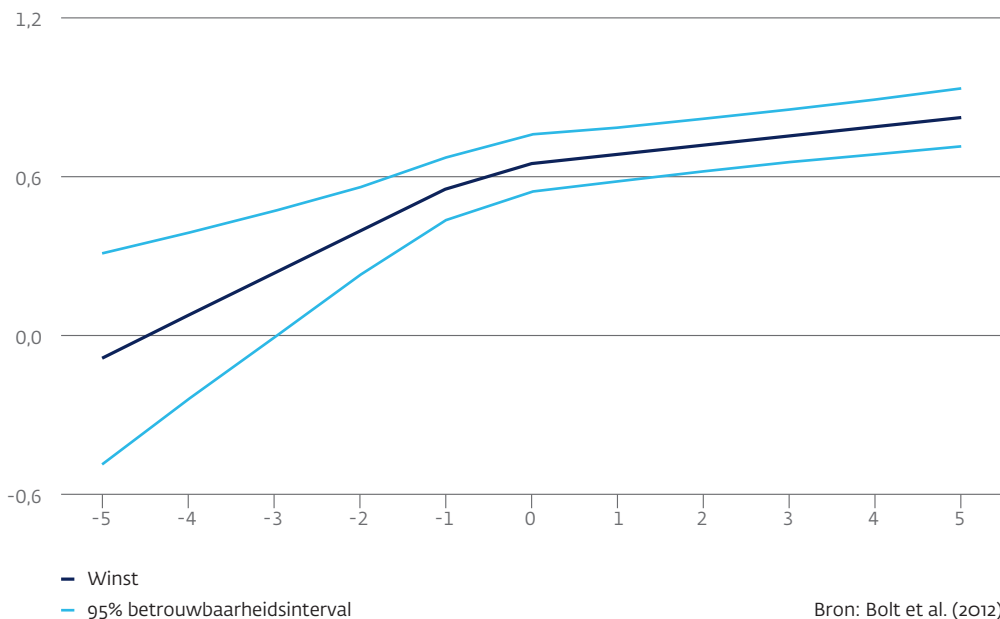
De rentemarge op hypotheekleningen lag met name in de jaren 2009-2014 relatief hoog (grafiek 21). Dit kan deels worden verklaard uit een tijdelijk verminderde concurrentie: een aantal aanbieders trok zich in deze jaren terug uit de Nederlandse hypotheekmarkt, terwijl de Europese Commissie beperkingen oplegde aan banken die in de crisis staatssteun hadden ontvangen. Vanaf ongeveer 2014 is de rentemarge gedaald onder invloed van nieuwe aanbieders en toenemende concurrentie van pensioenfondsen en verzekeraars, voor wie de

hypotheekmarkt een aantrekkelijker rendement biedt dan andere vastrentende beleggingen. Een groot deel van de hypotheeklen met hoge marges uit de periode 2009-2014 wordt de komende jaren doorgerold, omdat de rentevaste periode afloopt. Daarnaast wordt een deel van deze hypotheeklen vervroegd afgelost in verband met woningverkoop of omdat huizenbezitters hun spaartegoeden aanwenden voor aflossing van hypotheeklen. In de periode 2013-2016 heeft naar schatting EUR 55 mrd aan extra aflossingen plaatsgevonden (zie hoofdstuk 1). Door beide factoren zal het aandeel van hypotheeklen uit jaren met relatief hoge marges – nu nog circa een derde van de totale portefeuilles – de komende jaren snel teruglopen.

Bovendien komen de rentemarges van banken onder druk door de *zero lower bound*. Met name voor retail-deposito's is het niet vanzelfsprekend dat een dalende markttrente zich blijft vertalen in lagere financieringskosten. Bij rentes dicht bij nul wordt het voor klanten namelijk aantrekkelijker om hun tegoeden contant aan te houden. Deze effectieve ondergrens (de zogenoemde *zero lower bound*) komt in zicht; de Nederlandse spaarrente op retail-deposito's met een looptijd tot drie maanden bedroeg eind 2008 nog ruim 3 procent, maar in maart van dit jaar was dit nog slechts 0,31 procent.

## Grafiek 22 Winst banken neemt snel af bij negatieve bbp-groei

Winst banken in procenten balanstotaal (verticaal), reële bbp-groei in procenten per jaar (horizontaal).

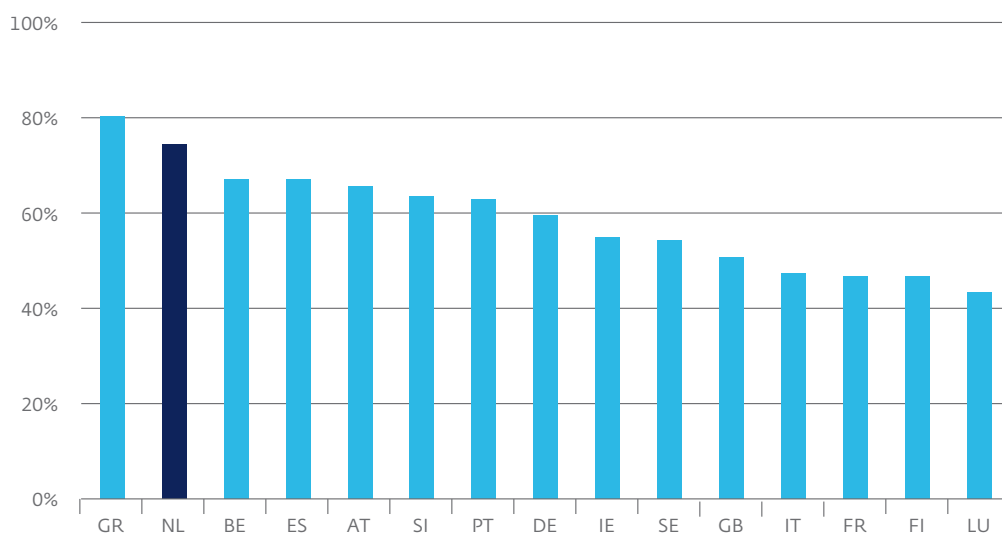


Toelichting: Geschatte relatie tussen winsten banken en reële bbp-groei op basis van geaggregeerde gegevens van Nederlandse banken.

De winstgevendheid van banken kan daarnaast onder druk komen indien de lage rente samengaat met lagere economische groei. Ook in Japan is de langdurig lage rente gepaard gegaan met een structurele vertraging van de economische groei. Zo leidde het doorrollen van leningen aan insolvable bedrijven ertoe dat niet-productieve bedrijven in leven werden gehouden en de productiviteit in de economie werd ondermijnd (zie box 6). Wanneer de economische groei gemiddeld op een lager niveau ligt dan voorheen, moet er rekening mee worden gehouden dat de groei in tijden van laagconjunctuur zakt naar een niveau dichtbij of onder nul. Dit kan betekenen dat in een economische neergang de kredietverliezen sterker oplopen dan voorheen, toen een neergang veelal het karakter had van een groeivertraging zonder krimp. Onderzoek wijst uit dat de winstgevendheid van banken niet alleen afneemt bij lagere groei, maar dat deze afname versnelt als de groei negatief is (grafiek 22). Dit komt in belangrijke mate doordat banken meer voorzieningen treffen om de hogere kredietverliezen op te kunnen vangen.

### Grafiek 23 Nederlandse banken afhankelijk van rentebaten

Netto rentebaten als percentage van totale baten; 2016K3.



Bron: ECB.

Banken kunnen hun winstmarges op peil te houden door hun inkomsten uit andere bronnen te vergroten en kosten te besparen. Het ligt voor de hand dat banken als reactie op de daling van de rentemarge hun inkomsten uit andere bronnen vergroten. Dit is voor Nederlandse banken bij uitstek relevant, aangezien zij afhankelijker zijn van rente-inkomsten dan banken in de meeste andere landen (grafiek 23). Banken kunnen bijvoorbeeld meer inkomsten genereren door kosten voor dienstverlening in het betalingsverkeer rechtstreeks in rekening te brengen of door nieuwe winstgevendende activiteiten te ontplooiën. Een tweede optie is het doorvoeren

van kostenbesparingen. Nederlandse banken hebben al veel kostenbesparingen gerealiseerd en hebben aangekondigd de komende jaren verdere besparingen door te willen voeren.<sup>32</sup>

### Pensioenfondsen en verzekeraars

Bij een aanhoudend lage rente komen de rendementen van pensioenfondsen en levensverzekeraars onder druk, waardoor het moeilijker wordt verplichtingen na te komen. Als de rente zich stabiliseert op een laag niveau, profiteren deze instellingen niet meer van waardestijgingen op hun obligatieportefeuille. Voor verzekeraars kunnen lagere beleggingsopbrengsten een probleem vormen omdat zij minimum rendementsgaranties hebben afgegeven aan polishouders. Hoewel Nederlandse levensverzekeraars op nieuwe contracten minder – en minder hoge – garanties afgeven dan voorheen, bestaat nog steeds zo'n veertig procent van hun langlopende verplichtingen uit (oude) polissen met rendementsgaranties, waarbij gemiddeld een rendement van 3,6 procent wordt gegarandeerd. Pensioenfondsen hebben een soortgelijke uitdaging, aangezien Nederland vooral *defined benefit*-regelingen kent. In dergelijke regelingen wordt een toezegging gedaan over het niveau van een pensioenuitkering, doorgaans met de ambitie deze te indexeren aan de loon- of prijsontwikkelingen.

Pensioenfondsen zijn gevoeliger voor renterisico dan levensverzekeraars, maar hebben ook relatief meer herstel mogelijkheden. Pensioenfondsen gaan gemiddeld langere verplichtingen aan dan verzekeraars en beleggen een geringer deel van hun activa in vastrentende waarden. Zij hebben daardoor een grotere rente-*mismatch*, waardoor hun dekkingsgraad zeer gevoelig is voor rentebewegingen. Tegelijkertijd zijn de toezeggingen van pensioenfondsen minder rigide dan de garanties van verzekeraars: pensioenfondsen kunnen van indexatie afzien en in het uiterste geval de nominale pensioenaanspraken verminderen of zelfs (in samenspraak met de sociale partners) het toekomstige pensioencontract herzien. Sinds 2015 is het nieuwe Financieel Toetsingskader van kracht, waardoor pensioenfondsen minder snel hoeven te korten op aanspraken en kortingen ook meer kunnen spreiden in de tijd.

De lage rente stimuleert pensioenfondsen en verzekeraars om nieuwe beleggingsmogelijkheden te zoeken. Een voorbeeld is de toegenomen rol van institutionele beleggers bij de verstrekking van hypotheekleningen, die een hogere rente bieden dan bijvoorbeeld Nederlandse staatsobligaties (zie hoofdstuk 1). In hun zoektocht naar rendement (*search for yield*) kunnen pensioenfondsen en verzekeraars ook hun risicoprofiel vergroten. Een hoger risico biedt immers vaak ook uitzicht op een hoger verwacht rendement. Aangezien instellingen hierdoor kwetsbaarder worden, worden de mogelijkheden voor *search for yield* beperkt door het prudentiële toezicht. Zo mogen Nederlandse pensioenfondsen met een dekkingstekort het risicoprofiel van hun beleggingen niet vergroten.

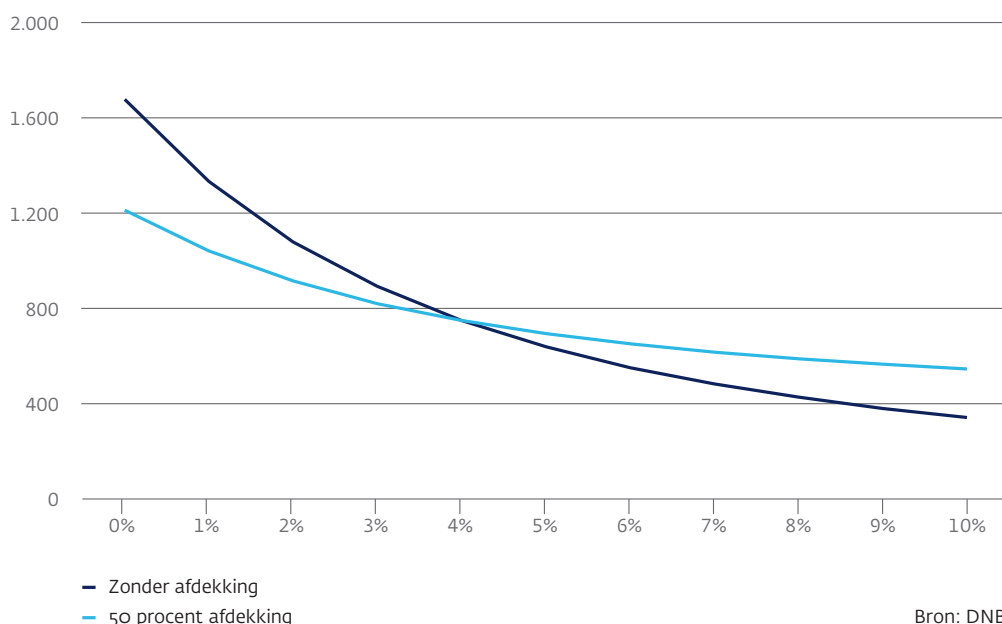
<sup>32</sup> Daniëls, T. en S. Kamalodin (2016), The return on equity of large Dutch banks, DNB Occasional Study, 14-5.

**Recente stresstesten bevestigen de kwetsbaarheid van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars voor een langdurig lage rente.** In 2015 is een Europese stresstest uitgevoerd onder pensioenfondsen. Hieruit kwam het beeld naar voren dat Nederlandse fondsen kwetsbaar zijn en nauwelijks over buffers beschikken om schokken, zoals een verdere rentedaling, op te vangen. In 2016 is in Europees verband ook een stresstest uitgevoerd onder levensverzekeraars, waarbij de nadruk lag op de risico's van een lage rente. Ook hieruit blijkt dat Nederlandse levensverzekeraars gevoelig zijn voor een lage rente, als gevolg van het looptijdverschil tussen verplichtingen en uitzettingen en omdat zij relatief hoge nominale rendementsgaranties hebben afgegeven.

**Bovendien wordt de rentegevoeligheid van langlopende beleggingen en verplichtingen groter bij een lage rente.** Beleggingen en verplichtingen kunnen bij een aanhoudend lage rente sterker gaan schommelen dan in het verleden. Grafiek 24 toont dit convexe verband tussen het niveau van de rente en totale verplichtingen voor Nederlandse pensioenfondsen. De rentegevoeligheid van de verplichtingen wordt voor een deel gecompenseerd door de vastrentende beleggingen, die eveneens sterker reageren bij een lage rente. Maar deze compensatie is onvolledig, doordat vastrentende beleggingen slechts een deel van de uitzettingen vormen en sowieso minder rentegevoelig zijn dan de verplichtingen.

## Grafiek 24 Pensioenverplichtingen bij lage rente extra rentegevoelig

Pensioenverplichtingen (verticaal; EUR mrd.) versus rekenrente (horizontaal).



Toelichting: Pensioenverplichtingen eind 2015 bij verschillende rentevoeten, die voor alle looptijden constant zijn gehouden (i.e. vlakke rentecurve). Vertrekpunt bij 50 procent afdekking is 4 procent rente, wat ongeveer de situatie was in 2008.



Pensioenfondsen en verzekeraars kunnen op verschillende manieren omgaan met een aanhoudend lage rente. In de eerste plaats is het belangrijk dat zij hun ambitieniveau aanpassen. Dat kan betekenen dat verzekeraars en pensioenfondsen minder garanties afgeven, bijvoorbeeld door een verdere verschuiving naar producten zonder garanties (unit-linked-producten, *defined contribution*-pensioenregelingen) of naar producten met minder langdurige garanties. Voor zover premies niet fors worden verhoogd, kan het noodzakelijk zijn om de ambities ten aanzien van de pensioenuitkeringen neerwaarts bij te stellen. De overstap naar *defined contribution*-regelingen kan helpen om de premiestijging te beperken en daarmee de aanpassing vooral te laten plaatsvinden in de pensioenambities. Om de grotere rentegevoeligheid (grafiek 24) te beperken kan een betere afstemming van beleggingen op verplichtingen helpen. Ook kunnen instellingen meer renterisico afdekken met renteswaps.

## Schematisch overzicht invloed lage rente

	Dalende rente	Aanhoudend lage rente
<b>Reële economie</b>		
Huishoudens	Dalende rentelasten Verslechtering pensioenvooruitzichten	Risico gewenning Prikkel balansverlenging
Bedrijven	Dalende rentelasten, met name voor grote bedrijven	Risico gewenning
Overheid	Dalende rentelasten	Risico gewenning
Totaal	Ondersteuning economie	Aantasting groeipotentieel Beperking monetaire beleidsruimte
<b>Financiële sector</b>		
Banken	Dalende financieringskosten Waardestijging obligaties	Uitholling rentemarge
Pensioenfondsen en verzekeraars	Afnemende kredietrisico's Waardestijging obligaties Aantasting solvabiliteit	Rendementen onder druk <i>Search for yield</i>

## Beleidsboodschappen

**De lage rente stelt de ECB voor een uitdaging.** Het ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren heeft deflatoire ontwikkelingen tegengegaan en bijgedragen aan het economische herstel in het eurogebied. Tegelijkertijd loopt het monetaire beleid tegen grenzen aan en is het steeds minder effectief. Ook worden de bestaande neveneffecten van het ruime monetaire beleid, zoals prijsopdrijving op financiële markten, uitholling van financiële positie van financiële instellingen en het risico op gewenning, steeds pregnanter.

**Een langdurig lage rente gaat gepaard met nieuwe risico's.** Ook partijen die op korte termijn profiteren, kunnen te maken krijgen met risico's als de lage rente aanhoudt. Door gewenning aan de lage rente kunnen prikkels ontstaan die aanzetten tot overmatige schuldopbouw. Dit kan leiden tot kwetsbaarheden als de rente in de toekomst weer oploopt of als de economische groei langdurig laag blijft. Daarnaast kunnen door een langdurig lage rente bedrijfsmodellen van financiële instellingen verder onder druk komen, waardoor zij geneigd kunnen zijn nieuwe, risicovollere, beleggingsmogelijkheden op te zoeken (*search for yield*). Tot slot kan het groeipotentieel van de economie worden aangetast door een langdurig lage rente.

**Om de kwetsbaarheid van pensioenfondsen en verzekeraars tijdig in beeld te hebben, is een adequate waardering van hun verplichtingen essentieel.** Een consistente waardering van zowel de uitzettingen als de verplichtingen op basis van de actuele waarde zorgt ervoor dat de gevolgen van een lage rente direct zichtbaar worden. Dit geeft een sterke prikkel om het verdienmodel voortvarend aan te pakken bij verzekeraars met langlopende verplichtingen en het pensioenstelsel toekomstbestendig te maken. De recente aanpassing in de rekenrente voor verzekeraars, waarbij nadrukkelijker rekening wordt gehouden met de actuele marktrente, is een stap in de goede richting (zie box 5). DNB is voorstander van verdergaande aanpassingen van de rekenrente voor verzekeraars in de richting van een meer marktgerichte aanpak, in lijn met de benadering die wordt gevolgd voor Nederlandse pensioenfondsen.





























**De lage rente biedt ook kansen om structurele hervormingen te versnellen.** Zo is het bij een lage rente makkelijker om de hypotheekrente-aftrek af te bouwen. Dit is nu over een lange periode uitgesmeerd, maar zou kunnen worden versneld. Daarnaast staat Nederland voor de grote uitdaging om te schakelen naar een duurzamere economie met een CO<sub>2</sub>-neutrale energievoorziening.<sup>33</sup> Ook dit is een geleidelijk proces dat veel investeringen vergt. De lage rente maakt het makkelijker daarvoor op korte termijn belangrijke stappen te zetten, waarmee onze economie eerder klaar is voor een duurzame toekomst.

<sup>33</sup> Schotten, G., S. van Ewijk, M. Regelink, D. Dicou en J. Kakes (2016), Tijd voor transitie: een verkenning van de overgang naar een klimaatneutrale economie, DNB Occasional Study, 14-2.



# Annex 1: Macroprudentiële indicatoren

50

	Recentste waarneming	Ontwikkeling na 1998			
		Min	Max	Gem	Beschouwde periode
<b>Kredietcondities</b>					
Trendafwijking krediet/bbp-ratio <sup>1</sup>	-20,3	-21,1	17,1	-0,1	 1998K1-2016K4
Kredietgroei huishoudens (j-o-j)	0,9	-2,0	17,1	6,6	 1998K1-2016K4
Kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j)	2,8	-4,3	16,8	3,8	 1998K1-2016K4
Kredietvoorwaarden voor niet-financiële bedrijven <sup>2</sup>	-19	-48	98	10	 2003K1-2017K1
Kredietvoorwaarden voor woninghypotheken <sup>2</sup>	-53	-53	98	17	 2003K1-2017K1
<b>Hefboomwerking</b>					
Leverage ratio CRD IV, fully loaded <sup>3</sup>	4,5	3,4	4,5	3,8	 2014K1-2016K4
Tier 1-kapitaal/balanstotaal bankwezen (tot 2013K4)	5,0	3,0	5,0	3,9	 1998K1-2013K4
CET1-ratio banken CRD IV, volgens transitieregels	15,7	13,6	15,7	14,5	 2014K1-2016K4
Tier 1-ratio banken obv CRD III (tot 2013K4) <sup>4</sup>	12,5	8,2	12,8	10,0	 1998K1-2013K4
Krediet huishoudens (% bbp)	107,6	65,4	118,1	100,7	 1998K1-2016K4
Krediet niet-financiële bedrijven (% bbp)	107,0	101,7	121,9	111,4	 1998K1-2016K4
<b>Vastgoedmarkt</b>					
Huizenprijsgroei (j-o-j)	7,2	-9,9	20,0	4,0	 1998jan-2017mrt
Prijsgroei commercieel vastgoed (j-o-j)	5,4	-7,8	9,4	2,0	 1998K1-2016K3
Loan-to-Value-ratio starters <sup>5</sup>	97,5	97,3	100,7	98,8	 2005-2016K4
Loan-to-Income-ratio starters <sup>6</sup>	390,0	390,0	450,0	414,2	 2005-2016
Hypotheekrente nieuwe contracten 5-10 jaar (bp)	231,7	227,7	552,8	440,4	 2003jan-2017feb
<b>Liquiditeit banken</b>					
Loan-to-deposit-ratio <sup>7</sup>	149,6	149,6	195,2	174,1	 1998K4-2016K4
Aandeel marktfinanciering met looptijd < 1 jaar	27,9	16,6	38,3	29,7	 2003aug-2016dec
<b>Systeemrelevantie</b>					
Omvang bankbalans in procenten bbp	363,8	306,5	562,5	417,3	 1998K1-2016K4
Aandeel G5 banken in balanstotaal bankensector <sup>8</sup>	84,7	79,9	90,3	86,9	 1998K1-2016K4
Rating uplift systeemrelevante banken (stappen) <sup>9</sup>	1,0	1,0	2,3	2,0	 2012-2016
<b>Internationale risico's</b>					
Lange rente (bp) <sup>10</sup>	49,8	2,7	566,6	334,0	 1998jan-2017apr
BAA-AA risicopremie (bp) <sup>11</sup>	94,0	81,0	463,0	170,9	 2001jan-2017apr
Risicopremie geldmarkt (bp) <sup>12</sup>	2,9	1,2	186,0	21,5	 1999jan-2017apr
Risicopremie op senior unsecured bankobligaties (bp) <sup>13</sup>	57,7	12,6	321,5	85,1	 1999jan-2017apr
Financiële stressindex <sup>14</sup>	-0,13	-0,57	3,18	0,21	 1999dec-2017apr
Wereldwijde kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j) <sup>15</sup>	6,3	-5,8	20,3	6,2	 2000K1-2016K3
Wereldwijde huizenprijsgroei (j-o-j)	2,5	-7,9	10,5	2,9	 2001K1-2016K3

**Concentratie uitzettingen Nederlandse banken<sup>16</sup>**

	Nederland	Buitenland	2016K4
Totaal schuldbewijzen en leningen	49,9	50,1	
Centrale bank	2,3	1,2	
Overheden	6,7	6,1	
Kredietinstellingen	1,3	11,3	
Overige financiële bedrijven	2,0	5,4	
Niet-financiële bedrijven	11,9	17,1	
Waarvan: Midden- en kleinbedrijf	2,6	3,6	
Waarvan: Commercieel vastgoed	4,7	3,0	
Huishoudens	25,8	8,9	
Waarvan: Hypothecaire leningen	24,5	7,7	
Waarvan: Consumptief krediet	0,7	0,8	

Bron: Bloomberg, BIS, CBS, DNB, IMF, IPD, Moody's, Thomson Reuters Datastream.  
De cijfers zijn in procenten, behalve wanneer anders aangegeven. Bp = basispunten

- 1 Het verschil tussen a) de ratio van leningen van de niet-financiële private sector en het bbp van Nederland en b) de langetermijntrend van deze ratio, zoals berekend in ESRB Occasional Paper No. 5: Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options.
- 2 De verhouding van banken die kredietvoorwaarden aanscherpen en die versoepelen, waarbij een positief getal een netto aanscherping en een negatief getal een netto versoepeling aangeeft.
- 3 Berekend op basis van de meest recente definitie van de leverage ratio zoals overeengekomen door het Bazels Comité in januari 2014.
- 4 De hier gerapporteerde Tier 1-ratio is inclusief de zogenoemde Bazel-I-vloer.
- 5 De ratio van de het hypotheekbedrag en de waarde van de woning, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheeken.
- 6 De ratio van de het hypotheekbedrag en het inkomen van de lener, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheeken.
- 7 De ratio van leningen (inclusief gesecuritiseerde leningen) aan en deposito's van de binnenlandse niet-financiële private sector.
- 8 Het gezamenlijke balanstotaal van de grootste 5 Nederlandse banken (ABN AMRO, ING, Rabobank, SNS Bank en BNG) als percentage van het balanstotaal van de Nederlandse bankensector.
- 9 Het verschil tussen de kredietbeoordeling met en zonder overheidssteun, gebaseerd op Moody's methodologie. Dit is een gemiddelde van ABN AMRO, ING, Rabobank en SNS Bank, gewogen naar balanstotaal.
- 10 Het rendement op Nederlandse overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.
- 11 Het verschil tussen het rendement op internationale bedrijfsobligaties met een BBB-kredietbeoordeling en internationale bedrijfsobligaties met een AA-kredietbeoordeling.
- 12 Het verschil tussen 3-maands euriborrente en de 3-maands EONIA swap-index.
- 13 Het verschil tussen het rendement op Europese senior unsecured bankobligaties en de 5-jaars swaprente.
- 14 Index gebaseerd op indicatoren van Nederlandse aandelen-, obligatie- en valutamarkten.
- 15 Ontwikkeling van de kredietverlening aan de niet-financiële private sector in alle aan de BIS rapporterende landen.
- 16 Het aandeel van Nederlandse en buitenlandse tegensectoren in de uitzettingen van alle Nederlandse banken, gebaseerd op gerapporteerde geconsolideerde cijfers voor toezichtdoeleinden.

# Annex 2:

## Monitor follow-up OFS

52

Deze annex biedt een overzicht van de opvolging die is gegeven aan de aanbevelingen uit voorgaande edities van het OFS. Het doel hiervan is om transparant te zijn over de ondernomen acties en alert te blijven op de voortgang. De in het OFS geïdentificeerde risico's worden via verschillende kanalen geadresseerd. Zo draagt het OFS bij aan tijdige bewustwording en roept DNB op tot concrete beleidsaanpassingen. Daarnaast zet DNB micro- en macroprudentiële instrumenten in.

### Systeembreed

#### Lage rente

O.a. weerbaarheid tegen een opwaartse renteschok (voorjaar 2016)

De kwetsbaarheid van huishoudens voor een opwaartse renteschok wordt verminderd middels aangescherpte LTV- en LTI- limieten. Verdere stappen zijn echter nodig. Bijvoorbeeld het verder verlagen van de LTV limiet naar 90 procent en versnelde afbouw van de hypotheekrenteaftrek om de prikkel tot (overmatige) schuldfinanciering te verminderen. Ook een meer evenwichtige fiscale behandeling van schuld en eigen vermogen voor bedrijven is van belang om op termijn hun weerbaarheid te vergroten. Verderop in deze annex wordt ingegaan op aanbevelingen over de gevolgen van de lage rente voor financiële instellingen.

#### Beloningsbeleid

Perverse prikkels van variabele beloningen (voorjaar 2015)

Begin 2015 trad de wet beloningsbeleid financiële ondernemingen (Wbfo) in werking. Deze wet richt zich primair op het voorkomen en bestrijden van onverantwoorde prikkels in variabele beloningen. Na invoering van de wet hebben financiële instellingen hun beleid in overeenstemming gebracht met de Wbfo. In 2017 evalueert het Ministerie van Financiën de effectiviteit en eventuele neveneffecten van de wet. Op basis hiervan kan worden vastgesteld of daadwerkelijk een cultuurverandering is gerealiseerd.

#### Fintech

Opmars technologische innovatie in de financiële sector (voorjaar 2016)

DNB en AFM faciliteren technologische innovatie middels een vraagbaak voor marktpartijen (Innovationhub) en deelvergunningen op maat (Maatwerk voor Innovatie). DNB onderzoekt onder meer de gevolgen van fintech voor het verdienmodel van bestaande instellingen. Zo is in 2016 een verkenning uitgevoerd naar de innovatiestrategie van Nederlandse grootbanken. In 2017 vindt een vergelijkbaar onderzoek plaats bij verzekeraars. Deze onderzoeken geven beter zicht op de risico's van fintech voor de financiële stabiliteit.

## **Cyberdreigingen**

### **Weerbaarheid tegen cyberdreiging (najaar 2014)**

DNB heeft actief bijgedragen aan in 2016 gepubliceerde internationale richtlijnen voor financiële marktinfrastructuren om de weerbaarheid tegen cyberdreigingen te versterken. Deze dienen als aanvulling op de in april 2012 gepubliceerde 'principles for financial market infrastructures'. Bovendien introduceert DNB in 2017 samen met instellingen uit de financiële kerninfrastructuur een raamwerk om cyberaanvallen te simuleren en weerbaarheid hiertegen te testen (TIBER). Ook in 2017 monitort DNB het niveau- en de beheersing van informatiebeveiliging bij financiële instellingen.

## **Brexit**

### **Uittreding VK uit de EU (najaar 2016)**

Directe onrust als gevolg van de keuze van het VK om uit de EU te treden heeft zich niet gematerialiseerd. Vanwege de onzekerheid over het uittredingsproces, het uiteindelijke akkoord en de effecten hiervan op de financiële stabiliteit, blijft DNB de gevolgen van de uittreding van het VK voor de financiële stabiliteit nauwlettend monitoren.

## **Banken**

### **Lage rente**

#### **Gevolgen voor verdienmodel (najaar 2016) en rendementsdoelstellingen (najaar 2014)**

DNB heeft in 2016 verschillende onsite onderzoeken uitgevoerd naar de beheersing van renterisico's in een lage renteomgeving. In 2017 gaat DNB verder met instellingsgerichte onderzoeken naar het renterisico en de invloed van de lage rente op de winstgevendheid en bedrijfsmodellen van banken. Ook zal het SSM een stresstest uitvoeren die zich volledig richt op het renterisico. Het blijft een aandachtspunt van DNB of individuele banken hun risicoprofiel opvoeren om winsten op peil te houden.

### **Commercieel vastgoed**

#### **Heterogeniteit in prijsontwikkeling en structurele factoren (najaar 2015)**

Om de risico's van commercieel vastgoed goed te kunnen beheersen maakt DNB zich sterk voor meer transparantie en betere data in de markt. Ook doet DNB in 2017 een onderzoek naar de commercieel vastgoedportefeuilles van banken.

### **Problemleningen**

#### **Niet presterende leningen op bankbalansen en gebreken in insolventiewetgeving (najaar 2016)**

Eind 2016 publiceerde de Europese Commissie een wetsvoorstel om de insolventiewetgeving in Europa te harmoniseren en moderniseren. Deze minimumharmonisatie is erop gericht om insolventieprocedures sneller en goedkoper te maken. De secundaire markt voor problemleningen is in Europa nog van beperkte omvang. De inzet van het SSM is erop gericht dat banken met verhoogde niveaus van problemleningen, op basis van de geharmoniseerde aanpak van het SSM, hun bestaande voorraad afbouwen. Het aantal problemleningen op Europese bankbalansen is groot en blijft een belangrijk risico voor de Europese financiële stabiliteit.

### **Behandeling staatsschuld**

#### **Preferente behandeling staatsschuld (najaar 2015)**

De behandeling van staatsschuld in wet- en regelgeving is onderwerp van de internationale beleidsdiscussie. DNB maakt zich in Europese en mondiale fora sterk voor regulering van overheidsuitzettingen op banken via minimum risicogewichten en het begrenzen van balansconcentraties.

### **Liquiditeitsrisico's**

#### **Afhankelijkheid marktfinanciering (voorjaar 2013) en afgenomen marktliquiditeit (najaar 2015)**

Bazel III omvat kwantitatieve liquiditeitseisen in de vorm van de LCR en NSFR. In het algemeen voldoen Nederlandse banken aan de reeds wettelijke LCR vereiste van 100 procent. Momenteel wordt de NSFR op Europees niveau uitgewerkt in een wettelijke eis. De afgelopen jaren is het depositofinancieringsgat afgenomen. Dit komt onder meer door een grotere rol voor verzekeraars en pensioenfondsen op de hypotheekmarkt, zoals blijkt uit onderzoek van DNB<sup>34</sup>. Opbouw van buffers en afname van de afhankelijkheid van marktfinanciering verminderen het liquiditeitsrisico.

### **Ineffectieve bail in**

#### **Geloofwaardigheid van het bail-in instrument (najaar 2013 en voorjaar 2015)**

De mondiale beleidsdiscussie omtrent verliesabsorptiecapaciteit heeft geleid tot een minimumeis, de TLAC. Deze mondiale standaard wordt momenteel in de EU geïmplementeerd op basis van een eind 2016 door de Europese Commissie gepubliceerd wetsvoorstel ter aanpassing van de vaststelling van de MREL in de BRRD. Ondertussen zijn voor de banken binnen het SRM door de SRB in 2016 indicatieve MREL doelen vastgesteld die in 2017 worden omgevormd tot MREL-eisen. DNB is als nationale resolutieautoriteit nauw betrokken bij deze beleidsdiscussies en richt zich op het operationaliseren van haar resolutie- instrumentarium.

---

34 DNB (2016), Kredietmarkten in beweging.



In dat kader heeft DNB in 2016 middels een consultatiepaper haar visie op de werking van het bail-in instrument gecommuniceerd. Deze wordt in 2017 afgerond. Inmiddels houden ratingbureaus bij de kredietbeoordeling van systeemrelevante banken geen rekening meer met de mogelijkheid van staatsteun. Om de geloofwaardigheid van het bail-in-instrument verder te vergroten is het van belang dat banken een voldoende laag bail-in-bare schuld op bouwen en dat (internationale) beleidsinitiatieven die voorkomen dat banken een prikkel hebben om in elkaars bail-in-bare schuldinstrumenten te beleggen worden geeffectueerd.

### **Versterking kapitaalbuffers**

[Banken moeten hun kapitaalpositie versterken \(najaar 2011\)](#)

Uit de stijging van CET 1 ratio's blijkt dat kapitaalbuffers zijn versterkt. Door hogere kapitaalbuffers is de weerbaarheid van banken tegen onverwachte verliezen vergroot.

## **Verzekeraars**

### **Lage rente**

[Uitholling financiële positie \(o.a. voorjaar 2015\), rendementsgaranties \(voorjaar 2013\) en solvabiliteitsberekening op basis van UFR \(voorjaar 2015\)](#)

DNB verwacht dat verzekeraars in hun kapitaal- en dividend beleid expliciet rekening houden met economische parameters. Doordat EIOPA haar methodologie recent heeft herzien, wordt de UFR stapsgewijs meer in lijn gebracht met marktrentes. Dit draagt bij aan een realistischer beeld van de solvabiliteitspositie. In het verleden afgegeven rendements-garanties zijn in een lage renteomgeving mogelijk moeilijk waar te maken en kunnen de solvabiliteit onder druk zetten. DNB monitort dat verzekeraars deze garanties juist waarderen en dat zij terughoudend zijn met het afgeven van nieuwe garanties.

### **Toekomstbestendigheid**

[Houdbaarheid bedrijfsmodel levensverzekeraars \(voorjaar 2015\)](#)

Levensverzekeraars hebben te maken met een langdurig lage rente en teruglopende premie-inkomsten. Hierom dringt DNB er op aan dat zij hun bedrijfsmodellen toekomstbestendig maken. Vervolgonderzoek in 2016 toont aan dat verzekeraars hiermee aan de slag zijn gegaan, maar dat nog stappen moeten worden gezet. De noodzaak hiertoe wordt benadrukt in de visie op de verzekeringssector die DNB in 2016 publiceerde<sup>35</sup>. DNB monitort de voortgang nauwlettend. Dit risico blijft onverminderd relevant. Het is dan ook van belang dat DNB verzekeraars ordelijk kan afwikkelen. Hiertoe werkt DNB samen met het ministerie van financiën aan een versterking van het herstel- en resolutie raamwerk. Deze wetgeving treedt naar verwachting in 2018 in werking.

<sup>35</sup> DNB (2016), Visie op de toekomst van de Nederlandse verzekeringssector.

## Beleggingsverzekeringen

### Claimrisico en zorgplicht bij beleggingsverzekeringen (najaar 2011)

Onder Solvency II moeten verzekeraars het claimrisico van beleggingsverzekeringen tijdig onderkennen en eventueel vertalen naar een voorziening op hun balans. DNB heeft verzekeraars hier op gewezen en blijft dit doen. De portefeuilles beleggingsverzekeringen krimpen, maar het risico op claims blijft boven de markt hangen. DNB en AFM monitoren de vervolgstappen van verzekeraars in het activeren van polishouders met in het verleden afgesloten beleggingsverzekering.

## Pensioenfondsen

### Lage rente

#### Uitholling financiële positie (o.a. voorjaar 2015)

In de pensioensector zetten DNB en de AFM, in navolging op het onderzoek 'financiële opzet en informatie' uit 2016, ook in 2017 in op het correct en duidelijk informeren van de achterban over mogelijke kortingen en het uitblijven van indexatie. De lage rente legt bovendien de kwetsbaarheden van het huidige pensioenstelsel en noodzaak tot hervorming bloot.

### Houdbaarheid pensioenstelsel

#### Houdbaarheid pensioenstelsel (najaar 2011)

DNB geeft in verschillende gremia input over de toekomst van het pensioenstelsel. Om te zorgen dat pensioenfondsen voorbereid zijn op de transitie naar een nieuw contract, onderzoekt DNB in 2017 onder meer het verandervermogen van de sector en de robuustheid van pensioenadministraties. Bij pensioenfondsen met verhoogde kwetsbaarheid verwacht DNB dat zij deze effectief adresseren ofwel hun activiteiten beheerst afwikkelen.

## Centrale tegenpartijen

### Ineffectieve afwikkeling

#### Ordelijke afwikkeling in het geval van een faillissement (voorjaar 2014 & voorjaar 2015)

In november 2016 publiceerde de Europese Commissie een voorstel over herstel- en resolutie van centrale tegenpartijen. Hiermee wordt op Europees niveau een wettelijke basis gelegd voor de ordelijke afwikkeling van centrale tegenpartijen. Het FSB komt daarnaast medio 2017 met richtsnoeren. DNB draagt actief bij aan deze internationale beleidsdiscussie. Vanwege de systeemrelevantie van centrale tegenpartijen blijft een ordelijke afwikkeling van centrale tegenpartijen in het geval van een faillissement onverminderd relevant. Om hiervoor te zorgen, is het van belang dat wetgeving van kracht wordt en resolutieplannen worden opgesteld.







DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.  
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
020 524 91 11  
dnb.nl