

De Minister van Financiën
Ir. J.R.V.A. Dijsselbloem
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

De Nederlandsche Bank N.V.
Prof. dr. K.H.W. Knot
President

Postbus 98
1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
www.dnb.nl

Handelsregister 3300 3396

Onderwerp

DNB-analyse effecten langdurig lage rente

Geachte heer Dijsselbloem,

Datum

06 juni 2017

Ons kenmerk

T046-921092794-18

In uw brief dd. 3 november 2016 heeft u DNB verzocht om een brede analyse te maken van de effecten van een langjarig lage rente, naar aanleiding van de Tweede Kamer-motie Schouten, Harbers en Nijboer (Tweede Kamer, Kamerstuk 34550, nr. 39). De gevraagde analyse is opgenomen in hoofdstuk 2 van het bijgevoegde Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2017. Een samenvatting van de analyse is bij deze brief gevoegd. Het Overzicht Financiële Stabiliteit wordt vandaag op de DNB-website geplaatst.

Bijlagen

1

Hoogachtend,

K.H.W. Knot

Samenvatting Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2017, hoofdstuk 2

Datum

06 juni 2017

Ons kenmerk

T046-921092794-18

Opzet DNB-analyse

De DNB-analyse van de effecten van een langdurig lage rente bestaat uit twee delen. Het eerste deel geeft een terugblik op de daling van de rente. Hierbij komen de verklaringen van de lage rente aan de orde, alsook de gevolgen die de rentedaling van de afgelopen jaren heeft gehad op de reële economie en de financiële sector. Het tweede deel bevat een scenario-analyse. In dit scenario wordt verondersteld dat zowel de nominale als de reële rente langdurig laag blijven, zowel in Nederland als in het buitenland. Onderstaande tabel vat de belangrijkste elementen van de DNB-analyse samen.

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

Verklaringen voor de lage rente

In de afgelopen drie decennia zijn de rentevoeten trendmatig gedaald. Deze rentedaling weerspiegelt in de eerste plaats een daling van de evenwichtsrente,

Datum

06 juni 2017

Ons kenmerk

T046-921092794-18

de rente waarbij vraag naar en aanbod van kapitaal in evenwicht zijn en de economie zich in een situatie van volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit bevindt. De daling van de evenwichtsrente kan worden verklaard uit structurele factoren, zoals een lagere trendmatige groei en ontwikkelingen in mondiale besparingen en investeringen. De evenwichtsrente vormt een referentiewaarde voor het monetaire beleid. Om prijsstabiliteit te bereiken, kan het nodig zijn de beleidsrente tijdelijk te verlagen onder de (geschatte) evenwichtsrente en zo de inflatieverwachtingen te verhogen. Om die reden heeft de ECB de beleidsrente verlaagd tot 0 procent en de depositorente tot -0,4 procent. Daarnaast heeft het Eurosysteem de monetaire condities verder verruimd door het opkopen van obligaties, wat heeft bijgedragen aan de daling van de nominale kapitaalmarktrente.

Gevolgen van een dalende rente

Voor de Nederlandse overheid, huishoudens met hypotheekschulden en (grote) bedrijven met veel schulden heeft de rentedaling in het algemeen gunstig uitgepakt, doordat hun rentelasten (na verloop van tijd) zijn gedaald. Daarnaast werkt een rentedaling via indirecte kanalen door op andere vermogenscomponenten. Zo stuwt een lagere hypotheekrente de huizenprijzen, maar zijn tegelijkertijd door de rentedaling de pensioenvooruitzichten van veel Nederlandse huishoudens verslechterd. Per saldo heeft de rentedaling het economische herstel ondersteund.

In de financiële sector heeft de rentedaling negatief uitgewerkt op de vermogenspositie van pensioenfondsen en verzekeraars. Weliswaar hebben deze instellingen door de rentedaling hun beleggingen in waarde zien stijgen, maar tegelijkertijd zijn hun verplichtingen nóg meer in waarde gestegen. Dit komt doordat hun verplichtingen een langere looptijd hebben dan hun vastrentende beleggingen. Voor banken daarentegen is het beeld gunstiger. De rentebaten zijn vooralsnog op peil gebleven en de obligatieportefeuilles van banken zijn door de rentedaling in waarde gestegen. Bovendien heeft de bijdrage

van de rentedaling aan het economische herstel een gunstig effect gehad, omdat daardoor de kredietverliezen zijn verminderd.

Datum

06 juni 2017

Ons kenmerk

T046-921092794-18

Gevolgen van een aanhoudend lage rente

Een scenario waarin de rente langdurig laag blijft, gaat gepaard met risico's voor de reële economie en de financiële sector.

In de reële economie kan een aanhoudend lage rente leiden tot een aantasting van het groeipotentieel, onder meer door misallocatie van kapitaal en door de opbouw van financiële onevenwichtigheden in vermogens- en kredietcycli. Ook partijen die op korte termijn profiteren van de lage rente, kunnen met risico's te maken krijgen als de lage rente aanhoudt. Door gewinning aan de lage rente kunnen prikkels ontstaan die aanzetten tot overmatige schuldopbouw bij huishoudens, bedrijven en de overheid. Op termijn kan dit leiden tot nieuwe kwetsbaarheden, bijvoorbeeld als de rente weer oploopt of de economische groei achterblijft.

Daarbij wordt het bij een aanhoudend lage reële rente lastiger de economie te stabiliseren met monetair beleid. Bij een verdere rentedaling komt de rentemarge van banken namelijk onder druk vanwege de zogenaamde *zero lower bound*. Als de rente op *retail*-deposito's dichtbij nul komt, wordt het voor klanten immers aantrekkelijk hun tegoeden in contanten aan te houden. Deze effectieve ondergrens beperkt de mogelijkheden voor banken om een monetaire verruiming door te geven aan de reële economie als de rente dichtbij nul ligt.

Voor banken betekent een scenario waarin de rente langdurig laag blijft dat hun winstgevendheid naar verwachting onder druk komt te staan. Aan de uitleenkant zullen relatief winstgevende leningen op termijn worden doorgerold tegen minder winstgevende condities. Aan de inleenkant is het niet vanzelfsprekend dat een dalende markrente zich blijft vertalen in lagere financieringskosten, als gevolg van de *zero lower bound*.

Voor pensioenfondsen en levensverzekeraars komen bij een aanhoudend lage rente de rendementen onder druk. Dit maakt het moeilijker verplichtingen na te

komen en stimuleert pensioenfondsen en verzekeraars om nieuwe, risicovollere beleggingsmogelijkheden op te zoeken (*search for yield*).

Datum

06 juni 2017

Ons kenmerk

T046-921092794-18

Beleid

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 de solvabiliteit van financiële instellingen en het risico op gewenning, steeds pregnanter.

Om de kwetsbaarheid van pensioenfondsen en verzekeraars tijdig in beeld te hebben, is een adequate waardering van hun verplichtingen essentieel. De recente aanpassing in de *Ultimate Forward Rate (UFR)* voor verzekeraars, waarbij nadrukkelijker rekening wordt gehouden met de actuele marktrente, is een stap in de goede richting. DNB is voorstander van verdergaande aanpassingen van de UFR 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 versneld af te bouwen. Daarnaast staat Nederland voor de grote uitdaging om te schakelen naar een duurzamere economie met een CO2-neutrale energievoorziening. De lage rente maakt het makkelijker daarvoor op korte termijn belangrijke stappen te zetten, waarmee onze economie eerder klaar is voor een duurzame toekomst.