

Vergaderjaar 2018–2019

**33 566**

**Financieel en sociaal-economisch beleid**

**Nr. 104**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 20 december 2018

Hierbij stuur ik uw Kamer, mede namens de Minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, de beantwoording van de vragen van de leden Bruins en Sloopweg over de negatieve effecten van kwantitatieve verruiming door de Europese Centrale Bank, in combinatie met de lage rente, op maatschappelijke sectoren (Kamerstuk 35 000, nr. 59). Deze brief geeft eerst een overzicht van het effect van het monetaire beleid op de rente, en gaat vervolgens in op de invloed van de lage rente op de pensioenfondsen en de woningmarkt. Doordat ze relatief weinig beleggingen hebben, heeft de lage rente geen directe gevolgen voor zorgverzekeraars<sup>1</sup>.

### **Effect op de rente**

De lage stand van de rente is niet enkel het gevolg van het beleid van de ECB, waaronder kwantitatieve verruiming. Al sinds de jaren 80» vertoont de rente een neerwaartse trend in de ontwikkelde economieën. De belangrijkste redenen<sup>2</sup> voor de structureel lagere rente zijn de afname van de (verwachte) inflatie, de afname van potentiële groei en veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking. Verder spelen ook innovaties een rol: IT-gerelateerde bedrijfssectoren zijn minder kapitaalintensief dan traditionele bedrijfstakken, wat de vraag naar investeringen verlaagt en daarmee de rentes drukt.

Het ruime monetaire beleid van de ECB, waaronder de kwantitatieve verruiming, draagt momenteel bij aan een lagere rente. Het Centraal Planbureau<sup>3</sup> heeft aangegeven dat het grootschalig aankopen van activa de afgelopen jaren heeft geleid tot lagere rentetarieven in het eurogebied,

<sup>1</sup> lage rente heeft wel gevolgen voor levensverzekeraars, zie DNB (2018), Overzicht Financiële Stabiliteit

<sup>2</sup> Kamerstuk 34 563, nr. 4

<sup>3</sup> Adam Elbourne, Kan Ji, en Sem Duijndam, «The effects of unconventional monetary policy in the euro area», CPB Discussion Paper, 2018; Andrei Dubovik en Machiel de Groot, «Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit», CPB Discussion Paper, 2018.

zoals ook de bedoeling was. Vanwege alle verschillende factoren die een rol spelen bij rentevorming is het precieze effect van het monetaire beleid (en de kwantitatieve verruiming) echter moeilijk vast te stellen<sup>4</sup>. Het CPB<sup>5</sup> verwacht dat zowel de korte- als de langetermijnrentes voorlopig historisch laag blijven, maar dat deze ergens in de komende vijf jaar hun weg omhoog zullen vinden. Voorlopig temperen de gematigde inflatie en inflatieverwachtingen de toename van de rentes. Deze voorspelling is echter onzeker, omdat zowel conjuncturele als structurele factoren een rol spelen, en omdat bijvoorbeeld niet bekend is op welk moment de ECB zal overgaan tot een verhoging van de beleidsrente<sup>6</sup>.

### **Effect op maatschappelijke sectoren**

De lage rente beïnvloedt specifieke sectoren op verschillende manieren. Bedrijven die schulden uitgeven, huishoudens die hypotheeklen aangaan en kleinere bedrijven die kredieten afsluiten profiteren van de lagere rente. Spaarders ontvangen daarentegen een lagere rente op hun spaar-goeden. De daling van de rente zorgt er ook voor dat de waarde van (financiële) activa in het bezit van huishoudens, bedrijven, pensioenfondsen en financiële instellingen stijgen. De omvang van deze verschillende en vaak tegengestelde effecten verschilt van geval tot geval.

#### *Pensioenfondsen*

Een lagere rente maakt het opbouwen van een pensioen duurder. In Nederland wordt pensioen vaak in een uitkeringsovereenkomst opgebouwd. Deelnemers aan zo'n regeling krijgen een toekomstige (nominale) uitkering toegezegd. Een lage rente maakt het relatief duur om in de (verre) toekomst een (nominale) uitkering toe te zeggen. De uitkeringen die zijn toegezegd aan de deelnemers zijn de verplichtingen van het pensioenfonds. De waarde van deze verplichtingen stijgt naarmate de rente verder daalt. Een dalende rente heeft daarmee een negatief effect op de dekkingsgraad van een pensioenfonds. Pensioenfondsen hebben bezittingen in de vorm van beleggingen. De waarde van deze bezittingen stijgt gemiddeld genomen naarmate de rente verder daalt, onder andere doordat de waarde van uitstaande obligaties stijgt. De mate waarin de waarde van de bezittingen van een pensioenfonds verandert door de ontwikkelingen in de rente is afhankelijk van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds (met name van de looptijd van de bezittingen en de mate van renteafdekking). Het beleggingsbeleid verschilt enorm van fonds tot fonds, doordat fondspopulaties verschillen in leeftijdsopbouw en risicohouding.

Over het algemeen heeft een daling van de rente een negatief effect op de dekkingsgraad van een pensioenfonds doordat het effect van de rente op de waarde van de verplichtingen domineert.

#### *Woningmarkt*

De huidige lage rente heeft ook gevolgen voor de Nederlandse woningmarkt. Een lagere hypotheekrente vergroot de leencapaciteit van huishoudens en de vraag naar woningen. Het woningaanbod reageert doorgaans minder snel op de toegenomen vraag, waardoor sprake is van stijgende woningprijzen en krapte op de woningmarkt. Dit Kabinet en vorige Kabinetten hebben verschillende maatregelen genomen om

<sup>4</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1517

<sup>5</sup> (CPB 2018) Risicorapportage Financiële Markten 2018

<sup>6</sup> De ECB verwacht dat de beleidsrente onveranderd zal blijven tot ten minste de zomer van volgend jaar.

overmatige kredietverlening tegen te gaan, en om de kwetsbaarheid van de woningmarkt en huishoudens voor dalende woningprijzen te beperken: i) de versnelde afbouw van de aftrek eigen woning, ii) de aflossingseis om in aanmerking te komen voor de aftrek eigen woning, iii) de afbouw van de maximale Loan-to-Value ratio naar 100 procent en iv) de wettelijke verankering en aanscherping van de maximale Loan-To-Income ratio. Zo zijn Nederlandse huishoudens, banken en de Nederlandse economie in den brede beter bestand tegen schommelingen op de woningmarkt. De lage rente betekent een voordeel voor de financieringslasten van woningcorporaties. De gemiddelde financieringslasten van bestaande leningen liggen op dit moment boven de financieringslasten van nieuwe leningen of van herfinanciering van bestaande leningen. Indien de rentes in de toekomst zouden stijgen, zijn er diverse waarborgen in de regelgeving opgenomen om de renterisico's voor woningcorporaties te beperken. Zo zien zowel de Autoriteit Woningcorporaties (Aw) als het Waarborgfonds Sociale Woningbouw zien erop toe dat woningcorporaties hun renterisico beperken, zoals met een rentevervalkalender van de leningen. De toezichthouder is bevoegd om corporaties met een verhoogd renterisico maatregelen te laten nemen, zoals het herstructureren van de leningenportefeuille om de vervalkalender beter te spreiden.

Een ander aspect van het risico van de lagere rente voor wooncorporaties betreft de verrekening van de marktwaarde van derivaten. Bij het type derivaat dat corporaties veelal hebben leidt een lagere rente tot een lagere (meer negatieve) marktwaarde. Bij derivaatcontracten waarbij de marktwaarde dient te worden verrekend vormt dit een risico. Er zijn diverse maatregelen genomen om de risico's van rentedalingen te beperken, zo is in de regelgeving een buffervereiste opgenomen waarmee de financiële effecten van een rentedaling met 2 procentpunt kan worden opgevangen. De Aw toetst periodiek of corporaties aan deze eis voldoen en eist maatregelen als dat niet het geval is. Bij de huidige lage marktrente is een buffereis van 2 procentpunt als een zeer prudente eis te beschouwen.

#### *Particuliere huursector*

De afgelopen jaren is het aandeel van particuliere verhuurders<sup>7</sup> in woningtransacties toegenomen van een lange tijd stabiele 4 procent naar bijna 11 procent in 2018<sup>8</sup>. Het is mogelijk dat deze toename deels is gestimuleerd door de lage (spaar)rente, waardoor andere beleggingen minder rendement opleveren. In combinatie met de schaarste van woningen, creëert dit een aantrekkelijke situatie voor particulieren om te beleggen in woningen.

Verhuur in het ongereguleerde segment is nodig voor een goede balans op de woningmarkt en kan een oplossing zijn voor bijvoorbeeld huishoudens die voor het eerst zelfstandig wonen en een meer flexibele woonvraag hebben. Particuliere verhuur moet wel voldoen aan de basisprincipes van een leefbare woonomgeving. Het moet bijdragen aan een toegankelijk, betaalbaar en leefbaar woonmilieu, en geen onaanvaardbare risico's creëren voor de (financiële) stabiliteit.

Op dit moment ondervinden diverse groepen schaarste in de beschikbaarheid van passende woningen. De schaarste van woningen voor groepen als koopstarters of jonge gezinnen neemt mogelijk verder toe door concurrentie met particuliere verhuurders. Particuliere investeerders

<sup>7</sup> Met particuliere verhuurders wordt hier bedoeld de natuurlijke personen met minimaal één en maximaal 50 woningen naast de eigen woning. Deze definitie wordt over het algemeen toegepast door bijvoorbeeld het Kadaster.

<sup>8</sup> Kadaster

kopen vooral kleinere, goedkopere appartementen in stedelijke gebieden<sup>9</sup>, woningen waar ook starters in geïnteresseerd zijn. Hoewel koopstarters, vergeleken met de periode voor de crisis, zowel landelijk als in de vier grote steden, in even grote aantallen woningen blijven kopen, zijn er indicaties dat in Amsterdam, Leiden en Groningen het aantal jonge koopstarters afneemt<sup>10</sup>. Een kanttekening daarbij is dat niet duidelijk is in hoeverre er daadwerkelijk sprake is van verdringing of dat er ook andere factoren in deze steden een rol spelen. Dit fenomeen lijkt voornamelijk lokaal van aard.

Beleggers die excessief gedrag vertonen moeten aangepakt worden. Samen met stakeholders werkt de Minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties aan de aanpak Goed Verhuurderschap (32847–428). Deze aanpak kan leiden tot versterking van bestaande regelgeving of nieuwe regelgeving, en moet gemeenten helpen om excessief gedrag van bijvoorbeeld particuliere verhuurders, maar ook van andere partijen, te bestrijden. Daarbij worden de mogelijkheden onderzocht voor het tegengaan van excessieve huurprijsstijgingen via bijvoorbeeld een noodknop. Hierbij zullen, op verzoek van uw Kamer, de neveneffecten ervan op excessieve verhuurders<sup>11</sup> worden betrokken.

Naast de toegankelijkheid en betaalbaarheid is de financiële stabiliteit van de woningmarkt een belangrijk aandachtspunt. De Nederlandsche Bank (DNB) en het Internationaal Monetair Fonds waarschuwen voor het effect van de toename van beleggers met geleend «goedkoop» geld voor de stabiliteit van de woningmarkt. Een toenemende activiteit van beleggers kan reguliere kopers aanzetten tot riskanter leengedrag, zoals het bieden op een woning zonder voorbehouden in het koopcontract<sup>12</sup>. Uit onderzoek in opdracht van de Minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties blijkt echter dat kopers niet anders omgaan met voorbehouden in het koopcontract in een gespannen of ontspannen markt, en ook niet in de tijd (tussen 2012–2017)<sup>13</sup>. DNB benoemde het risico dat particuliere verhuurders bij rentestijgingen of andere veranderingen op de kapitaal- en/of beleggingsmarkt hun woningen weer zullen verkopen, waardoor de prijzen zouden kunnen dalen en/of de cycliciteit wordt vergroot<sup>14</sup>. Het is van belang om goed in beeld te krijgen wat de toenemende activiteiten van beleggers betekenen voor de financiële stabiliteit en toegankelijkheid van de woningmarkt. Samen met het Kadaster, de Universiteit van Amsterdam en DNB onderzoekt het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties daarom in hoeverre sprake is van een prijsopdrijvend effect op woningen door de toenemende activiteit van particuliere beleggers in stedelijke gebieden. Een prijsopdrijvend effect kan een aanwijzing zijn voor de verdringing van groepen als starters van de woningmarkt, en voor andere risico's. De Minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties zal uw Kamer hierover komend jaar nader informeren.

## Conclusie

De stand van de rente vertoont al sinds de jaren 80» een dalende trend. Het ruime monetaire beleid van de ECB, waaronder de kwantitatieve verruiming, draagt hier momenteel aan bij. De omvang van dit effect is niet goed te bepalen. De lage rente heeft verschillende en vaak tegengestelde effecten op de bovengenoemde sectoren. Dit kabinet en vorige kabinetten hebben een reeks maatregelen getroffen om de risico's van

<sup>9</sup> Kadaster (2017) Verdringt de particuliere verhuurder de starter van de woningmarkt?

<sup>10</sup> Kadaster (2017) Regionale verschillen in de ontwikkeling van het aantal jonge koopstarters

<sup>11</sup> Kamerstuk 35 000 VII, nr. 57

<sup>12</sup> DNB (2018) Verslag Financieel stabiliteitscomité 31 mei 2018.

<sup>13</sup> Kamerstuk 32 847, nr. 409.

<sup>14</sup> DNB (2018) Verslag Financieel stabiliteitscomité 31 mei 2018.

bovenmatige kredietverstrekking te beperken. Het effect op de huizenprijzen van toenemende activiteit van particuliere beleggers in stedelijke gebieden wordt onderzocht.

De Minister van Financiën,  
W.B. Hoekstra